

## I punti irrisolti sul BTp indicizzato all'inflazione

Ho letto su «Plus24» del 17 gennaio scorso la utile precisazione sulla tassazione degli Oatei. Ho letto però anche l'articolo «Il dubbio sul BTpi 2014 quando c'è deflazione» e credo che ci siano diversi errori. Li elenco:

- ① nell'esempio che JC&Associati fa, si parla di indice di inflazione e lo si usa per moltiplicare il prezzo reale del titolo, quando sarebbe più corretto parlare e usare il coefficiente di indicizzazione;
- ② si scrive poi: «Nel caso del BTpi 2014, quindi, che ha una cedola iniziale del 2,15% si passerebbe al  $2,15\% \times 110\% = 1,37$  per cento». Cosa significa si «passerebbe al...»?
- ③ sotto si scrive ancora: «Nel caso però di prezzi in ribasso (cioè di deflazione)». Non è però corretta questa affermazione;
- ④ «Il meccanismo di indicizzazione si capovolge»: cioè?



Non è vero, è sempre lo stesso: il coefficiente di indicizzazione è sempre pari al rapporto tra il reference index alla data di osservazione e il reference index alla data di emissione;

⑤ Si scrive ancora: «il fattore moltiplicativo può ridursi e addirittura arrivare a zero. Non può però diventare negativo». Non è vero. Il coefficiente di indicizzazione può ridursi, diventando anche minore di uno in caso di deflazione. Come può diventare negativo?

⑥ Poi si scrive: «Ciò significa che il prezzo di rimborso non può mai essere inferiore a 100». È vero, ma non grazie al coefficiente di indicizzazione, che precedentemente è stato frainteso. È lo Stato che solo a scadenza paga la differenza, se esiste, tra 100 e il principal aggiustato per l'inflazione. Questo perché esiste un deflation floor.

⑦ Il lettore chiedeva cosa sarebbe successo a scadenza in caso di deflazione, ma nell'esempio finale si parla di «sarà venduto». Credo che intendessero fare l'esempio al momento della scadenza, ma si continua a parlare di «prezzo di vendita». E credo che JC & Associati si siano sbagliati perché ritengono "erroneamente" che il minimo che il loro indice di inflazione possa assumere sia il 100 per cento. Infatti si sostiene, che se l'indice dovesse andare a 90, il prezzo di vendita rimarrebbe  $97 \times 100 = 97$ . Perché poi  $97 \times 100$ ? Non è assolutamente così. Nel corso della vita del titolo indicizzato, in caso di deflazione, cioè in caso il

coefficiente di indicizzazione fosse minore di 1, il valore nominale aggiustato per l'inflazione diventa minore di 100, ma alla scadenza, lo stato paga 100 in termini nominali. Non certamente 97.

Nicola Zanella (via e-mail)

■ A volte le esigenze di spazio, combinate con la complessità tecnica di alcuni argomenti e l'esigenza di rendere comprensibili le risposte anche ai non addetti ai lavori, possono spingere verso una semplificazione della terminologia utilizzata, perdendo però in precisione e rigore terminologico. In buona parte - risponde JC&Associati - riteniamo che le precise osservazioni del lettore, siano da attribuire a questa scelta fatta in fase di redazione della risposta. Rispondiamo quindi alle osservazioni una per una.

① «Coefficiente di indicizzazione» è la definizione utilizzata nei prospetti dei BTpi, l'osservazione è quindi assolutamente corretta. Nella risposta originale si è usato «indice di inflazione» nell'intenzione di una più immediata comprensione per i non addetti ai lavori;

② Nel calcolo della cedola c'è un errore di battitura di cui ci scusiamo:  $2,15\% \times 110\% = 2,37\%$  e non  $1,37\%$  come erroneamente indicato;

③ La definizione di deflazione è: «una diminuzione del livello generale dei prezzi», non capiamo perché l'affermazione non sia corretta;

④ Quando parliamo di «meccanismo di indicizzazione che si capovolge», intendiamo riferirci agli effetti sul prezzo del titolo. Il meccanismo di indicizzazione rimane sempre lo stesso (in questo senso

la nostra affermazione non è corretta), è il suo effetto sul prezzo del titolo che si "capovolge" (letta in quest'ottica l'affermazione è corretta);

⑤ Anche in questo caso ci stiamo riferendo all'effetto del meccanismo di indicizzazione sul prezzo del titolo, che da superiore a uno (quindi con un differenziale positivo) può arrivare a uno (quindi con un differenziale pari a zero).

⑥ e ⑦ Si fa riferimento al fatto che il coefficiente di indicizzazione potrebbe assumere valori inferiori a uno. In effetti i prospetti informativi dei BTpi si limitano a dire che «se tale coefficiente sarà minore dell'unità l'importo rimborsato sarà pari al valore nominale». Il prospetto informativo dei BTpi a questo riguardo non è quindi risolutivo, se però il meccanismo di indicizzazione si comportasse come suggerito dal lettore, nel caso di deflazione si creerebbe una discontinuità tra chi vende il titolo prima della scadenza (ricevendo meno del nominale) e chi invece attende il rimborso (ottenendo tutto il nominale), creando una chiara e indesiderata (dal punto di vista dell'emittente) opportunità di arbitraggio.

Infine, JC&Associati ha interrogato in merito alcuni responsabili del back office di importanti istituti bancari i quali non hanno però saputo fornire una risposta conclusiva.