



MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO 2017



MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO 2017

INDICE

I.	OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2017	1
I.1	Gli obiettivi del Tesoro e la prassi internazionale in tema di gestione del debito ..	1
I.2	Il quadro istituzionale	5
I.3	Il contenimento del costo del debito con attenzione al profilo costo/rischio.....	9
I.4	Monitoraggio e gestione del conto disponibilità mirati alla stabilizzazione del saldo	20
II.	L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI NEL CONTESTO INTERNAZIONALE	23
II.1	Le politiche monetarie e il mercato monetario dell'area euro	23
II.2	I mercati obbligazionari dell'area euro.....	26
II.3	L'andamento del mercato dei titoli di Stato italiani	30
III.	LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2017	53
III.1	La consistenza del debito delle amministrazioni pubbliche	53
III.2	L'attività in titoli di Stato	54
III.3	La gestione del portafoglio di derivati	84
III.4	Risultati della gestione in relazione agli obiettivi	87
III.5	La gestione della liquidità del Tesoro.....	99
	ALLEGATI	107
	La struttura organizzativa della Direzione del Debito pubblico presso il Dipartimento del Tesoro.....	107
	Appendice statistica	110

INDICE DELLE TABELLE

Tabella I.1:	I titoli di Stato domestici
Tabella III.1:	Emissioni, scadenze e copertura del fabbisogno del Settore statale (milioni di euro)
Tabella III.2:	Titoli di Stato emessi al netto delle operazioni di concambio (milioni di euro)
Tabella III.3a:	Operazione di concambio telematico del 17/3/2017 (milioni di euro)
Tabella III.3b:	Operazione di concambio telematico del 7/7/2017 (milioni di euro)
Tabella III.3c:	Operazione di concambio telematico del 4/10/2017 (milioni di euro)
Tabella III.3d:	Operazione di concambio telematico del 17/11/2017 (milioni di euro)
Tabella III.3e:	Operazione di concambio telematico del 15/12/2017 (milioni di euro)
Tabella III.4:	Operazione di concambio del 25/5/2017 (milioni di euro)
Tabella III.5:	Riepilogo delle operazioni di riacquisto del 2017 (importi nominali, milioni di euro)
Tabella III.6a:	Composizione delle emissioni 2015-2017 in valore assoluto e percentuale esclusi i concambi
Tabella III.6b:	Composizione delle emissioni 2015-2017 in valore assoluto e percentuale inclusi i concambi
Tabella III.7:	Vita media dello <i>stock</i> di titoli di Stato (in anni)
Tabella III.8:	Andamento di <i>duration</i> e ARP negli anni 2015-2017 relativamente allo <i>stock</i> di titoli di Stato ante derivati (in anni)
Tabella III.9:	Andamento di <i>duration</i> e ARP negli anni 2015-2017 relativamente allo <i>stock</i> di titoli di Stato post derivati (in anni)
Tabella III.10:	Andamento del valore di mercato dello <i>stock</i> dei titoli di Stato (milioni di euro)
Tabella III.11:	Portafoglio di strumenti derivati - anni 2016 e 2017 (milioni di euro)
Tabella III.12:	Conto disponibilità e impieghi della liquidità del Tesoro a fine mese - anno 2017 (milioni di euro)

INDICE DEI GRAFICI E DELLE FIGURE

Grafico I.1:	Profilo annuale delle scadenze – titoli a medio-lungo termine in essere al 31.12.2016 (milioni di euro)
Grafico I.2:	Profilo mensile delle scadenze – titoli a medio-lungo termine per gli anni 2017-2019 in essere al 31.12.2016 (milioni di euro)
Grafico I.3:	Portafogli di emissione analizzati per l'anno 2017
Grafico II.1	Corridoio dei tassi di politica monetaria della BCE 2015-17 (valori percentuali)
Grafico II.2	Andamento dei principali tassi del mercato monetario del 2017 (valori percentuali)
Grafico II.3	Evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato europei - scadenza 10 anni (valori percentuali)
Figura 1	Acquisti mensili netti a valere sui programmi APP
Grafico II.4	Tassi di mercato sui titoli di Stato – 2-3-5-10-15-30-50 anni (valori percentuali)
Grafico II.5	Differenziale di rendimento titoli di Stato 10 anni vs 2 anni (punti base)
Grafico II.6	Differenziale di rendimento titoli di Stato 30 anni vs 10 anni (punti base)
Grafico II.7	Differenziale di rendimento titoli di Stato 50 anni vs 30 anni (punti base)
Grafico II.8	Differenziale di rendimento BTP- <i>Bund</i> , OAT- <i>Bund</i> e <i>Bonos-Bund Benchmark</i> 10 anni (punti base)
Grafico II.9	Curva dei rendimenti sul mercato secondario
Grafico II.10	Volumi mensili negoziati sulla piattaforma MTS (milioni di euro)
Grafico II.11	Volumi trimestrali negoziati su MTS, distinti per comparto (milioni di euro)
Grafico II.12	Volumi trimestrali negoziati sulla piattaforma MTS per scadenza (milioni di euro)
Grafico II.13a	Differenziale denaro-lettera in punti base su BTP 10, 15,20, 30 e 50 anni <i>benchmark</i> , rilevato sulla piattaforma MTS
Grafico II.13b	Differenziale denaro-lettera in punti base su CTZ, CCTeu, BTP 3, 5 e 7 anni <i>benchmark</i> , rilevato sulla piattaforma MTS
Grafico II.13c	Differenziale denaro-lettera in punti base su BTP <i>€i</i> 5 e 10 anni <i>benchmark</i> , rilevato sulla piattaforma MTS
Grafico II.13.d	<i>Slope</i> giornaliera su BTP 10 anni <i>benchmark</i> (scala logaritmica) rilevata sulla piattaforma MTS
Grafico II.14	Volumi negoziati mensili per scadenza di contratto sulla piattaforma MTS (milioni di euro)
Grafico II.15	Volumi annuali negoziati dagli specialisti su piattaforma MTS (%)
Grafico II.16	Volumi mensili negoziati dagli specialisti su piattaforme diverse da MTS (milioni di euro)
Grafico II.17	Volumi trimestrali negoziati dagli specialisti per tipologia di controparte (milioni di euro) - gestori di fondi, banche, fondi pensione ed assicurativi, <i>hedge fund</i>
Grafico II.18	Volumi trimestrali negoziati dagli specialisti per tipologia di residenza geografica della controparte (milioni di euro)

Grafico II.19	Andamento del prezzo del <i>future</i> BTP e del rendimento del BTP <i>benchmark</i> su scadenza 10 anni (scala di destra invertita in %)
Grafico II.20	Volumi di lotti scambiati e <i>open interest</i> del contratto BTP- <i>future</i> negoziati sulla scadenza decennale sul mercato Eurex
Grafico II.21	Andamento del prezzo dei CDS dei governativi Italia (\$) sulla scadenza 5 anni e dello <i>spread</i> BTP-Bund 5 anni (in punti base)
Grafico III.1	Evoluzione del rapporto debito/PIL
Grafico III.2	Rendimenti dei BOT a 6 e 12 mesi in asta (punti percentuali)
Grafico III.3	Rendimento semplice dei BOT a 6 m ed Euribor 6 m (tassi percentuali)
Grafico III.4	Rendimenti all'emissione dei CTZ nel 2017 (tassi percentuali)
Grafico III.5	Distribuzione per tipologia di investitori del BTP 1° settembre 2033
Grafico III.6	Distribuzione per area geografica del BTP 1° settembre 2033
Grafico III.7	Distribuzione per tipologia di investitore del BTP 1° marzo 2048
Grafico III.8	Distribuzione per area geografica del BTP 1° marzo 2048
Grafico III.9	Rendimenti in asta dei BTP con scadenza fra 3 e 10 anni – anno 2017 (valori percentuali)
Grafico III.10	Rendimenti in asta dei BTP a lungo termine – anno 2017 (valori percentuali)
Figura 2	Composizione per tipologia di controparte degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato - anni 2016-2017
Figura 3	Composizione per area geografica degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato - anni 2016-2017
Grafico III.11	Rendimenti reali all'emissione dei BTP€i (valori percentuali)
Grafico III.12	Distribuzione per tipologia di investitori del BTP€i 15 maggio 2028
Grafico III.13	Distribuzione per area geografica del BTP €i 15 maggio 2028
Grafico III.14	Rendimenti all'emissione dei CCTeu nel 2017 (valori percentuali)
Grafico III.15	Ammontare riacquistato nelle operazioni straordinarie – anni 2013-2017 (importi nominali, milioni di euro)
Grafico III.16	Composizione dello <i>stock</i> di titoli di Stato al 31 dicembre 2016 ed al 31 dicembre 2017
Grafico III.17	Evoluzione della struttura e della vita media del debito domestico (in anni)
Grafico III.18	Scadenze per classi di vita residua anni 2015-2017
Grafico III.19	Curve dei tassi <i>swap</i> in euro e curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani
Grafico III.20	Evoluzione prospettica del nozionale del portafoglio di derivati nell'ipotesi di esercizio delle <i>swaptions</i> (milioni di euro)
Grafico III.21	Struttura per scadenza del portafoglio di derivati nell'ipotesi di esercizio delle <i>swaptions</i> (milioni di euro)
Grafico III.22	Costo medio all'emissione dei titoli di Stato – anni 2005-2017
Grafico III.23	Costo medio dello <i>stock</i> di titoli di Stato pre e post derivati – anni 2005-2017
Grafico III.24	Variazioni medie infra-mensili delle disponibilità liquide del Tesoro: scarti rispetto al minimo del mese – anno 2017 (milioni di euro)

- Grafico III.25 Scarto tra saldo massimo e minimo mensile delle disponibilità liquide del Tesoro – anni 2016-17 (milioni di euro)
- Grafico III.26 Impiego medio alle aste OPTES quotidiane (milioni di euro)
- Grafico III.27 Andamento dei tassi *overnight* sul mercato monetario e alle aste OPTES - anni 2015-17 (tassi percentuali)
- Grafico III.28 Impiego medio alle aste OPTES quotidiane – anni 2014-17 (milioni di euro)
- Grafico III.29 Distribuzione media della liquidità per tipologia di impiego – anno 2017 (milioni di euro e valori percentuali)

I. OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2017

I.1 GLI OBIETTIVI DEL TESORO E LA PRASSI INTERNAZIONALE IN TEMA DI GESTIONE DEL DEBITO

Gli obiettivi e i rischi della gestione del debito nella prassi internazionale

Come già richiamato nelle precedenti edizioni di questo rapporto, la gestione del debito pubblico del Tesoro è allineata alla migliore prassi internazionale, in piena coerenza quindi con le raccomandazioni delle principali istituzioni finanziarie multilaterali e le prassi seguite dai gestori del debito pubblico (detti DMO - *Debt Management Office* nella terminologia internazionale) dei paesi avanzati.

Le *best practice* internazionali si sono sviluppate nel tempo¹, grazie al contributo della condivisione e dell'analisi di esperienze avvenute in contesti economici e giuridici affatto diversi. Esse si basano sul riconoscimento unanime di una relazione inversa tra costo e rischio (di rifinanziamento e di tasso d'interesse) del debito, e pertanto definiscono gli obiettivi principali della gestione del debito pubblico in base alla necessità di:

- coprire le necessità di finanziamento dell'Amministrazione centrale;
- minimizzare i costi del debito contratto subordinatamente al mantenimento di livelli di rischio che - in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo² - possano essere ritenuti accettabili;
- mantenere l'accesso al mercato domestico ed internazionale in una prospettiva di lungo periodo.

La relazione tra minimizzazione dei costi del debito e controllo dei rischi derivanti dalla struttura del debito stesso va inquadrata all'interno delle caratteristiche proprie della finanza pubblica. Infatti, i bilanci pubblici necessitano del massimo grado ottenibile di programmabilità e di certezza prospettica delle poste di bilancio, al fine di limitare il rischio di dover ricorrere

¹ A titolo di esempio, la prima edizione in 2 volumi dei *Green Books* dell'OCSE sul *Government Debt Management* venne pubblicata nel 1983. Seguirono altri aggiornamenti nel 1993, nel 2002 e nel 2005. Un riferimento importante rimangono le diverse edizioni delle *Guidelines for Public Debt Management* elaborate congiuntamente dalla Banca Mondiale e dal Fondo Monetario Internazionale, l'ultima delle quali è stata elaborata nel 2014 e pubblicata nel 2015 (si veda il testo all'indirizzo http://www.worldbank.org/content/dam/Worldbank/document/Debt/Revised%20Guidelines%20for%20Public%20Debt%20Management%202014_v2.pdf).

² L'edizione più recente delle linee guida del Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale sulla gestione del debito pubblico recita (pag. 17 del testo di cui al link sopra riportato): "*Il principale obiettivo della gestione del debito pubblico è assicurare che le esigenze di finanziamento del governo e il pagamento dei relativi obblighi siano realizzati ad un costo che nel medio-lungo termine risulti il più basso possibile, compatibile con un prudente grado di rischio... I Governi dovrebbero mirare a minimizzare i costi attesi per il servizio del debito... subordinatamente ad un livello di rischio che - in un orizzonte di medio-lungo periodo - risulti accettabile.*"

alla leva fiscale in termini significativi e in tempi ristretti per far fronte a spese impreviste (sforzo fiscale che risulterebbe in concreto tanto meno realizzabile, quanto più importanti ne fossero le dimensioni relative ed improvvisa la tempistica). Per tale motivo, le *best practice* internazionali, pur consapevoli della generale maggior onerosità dell'indebitamento a lunga scadenza e a tasso fisso, individuano in strutture di debito eccessivamente sbilanciate su durate brevi o su tassi variabili un fattore di sostanziale incremento della vulnerabilità di un Paese³. Tali strutture infatti possono risultare (apparentemente) appetibili per ridurre i costi del servizio del debito (e quindi il deficit) nel breve termine, ma comportano, in contropartita, un incremento sostanziale della volatilità della spesa per interessi e dei rischi di mercato insiti nel portafoglio di debito e quindi nel bilancio pubblico.

Le principali tipologie di rischio cui si trovano di fronte i gestori del debito pubblico appartengono alla categoria dei rischi di mercato ed includono i rischi di tasso d'interesse e di cambio, di rifinanziamento, di liquidità, di credito, operativo.

Come si vede, i vari rischi riconducono principalmente, sia pure con modalità diverse, all'eventualità che un aumento repentino del costo del debito ne comprometta la sostenibilità.

In concreto, l'esposizione di un portafoglio di debito pubblico ai rischi suddetti è in funzione della sua composizione, ed in particolare della proporzione tra debito a breve o a medio-lungo termine, tra tasso fisso e variabile, nonché della quota denominata in valuta estera. Un ulteriore, fondamentale elemento da tenere in considerazione nella valutazione dei suddetti rischi è l'esistenza ed il mantenimento di un mercato il più possibile vasto, liquido e profondo per il collocamento e lo scambio dei titoli di Stato.

Nelle condizioni normalmente prevalenti sui mercati finanziari, e prescindendo dal merito creditizio del singolo emittente, il costo del debito è più elevato per le scadenze più lunghe, che invece riducono maggiormente i rischi di rifinanziamento e di tasso. Quindi, per quanto riguarda tipologia di tasso e durata del debito, la scelta più prudente è in linea generale più costosa, mentre quella meno costosa espone a rischi maggiori. Poiché al gestore del debito pubblico è richiesto di perseguire l'obiettivo di ridurre il costo del debito e *nel contempo* di contenere i rischi di mercato, esso dovrà quindi, in concreto, confrontarsi con un *trade-off*, selezionando, tra le alternative effettivamente disponibili, quella combinazione costo-rischio che sia ritenuta soddisfacente⁴ in relazione alle caratteristiche del portafoglio ed alle strategie complessive. Tale *trade-off* non risponde a criteri invariabili e validi per tutti i DMO, ma al contrario viene declinato differentemente dai gestori del debito pubblico di ciascun Paese, secondo le caratteristiche del relativo portafoglio, del mercato di riferimento e delle politiche fiscali perseguite: in Italia l'orientamento particolarmente prudentiale è stato dettato dall'ampiezza del debito (il terzo del mondo in valore

³ Considerazioni al riguardo possono essere reperite in *Guide to the Debt Management Performance Assessment (DeMPA) Tool*, World Bank 2009.

⁴ Le linee guida del Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale osservano al riguardo che "Minimizzare il costo ignorando il rischio non può essere un obiettivo. Transazioni che mostrano costi di servizio del debito più bassi spesso inglobano rischi significativi per il governo e possono limitarne la capacità di ripagare i creditori. Pertanto la gestione del costo e del rischio implica un trade-off".

assoluto), che non consente tattiche opportunistiche, ma deve privilegiare continuità, prevedibilità e strategie di lungo periodo.

Naturalmente, il compito assegnato al DMO di perseguire il contenimento del costo del debito subordinatamente al mantenimento ad un livello accettabile dei rischi sottesi alla struttura in essere non si esaurisce al momento dell'emissione ed in relazione alle condizioni di mercato allora esistenti, ma si realizza in un'azione continua anche successivamente all'emissione, in maniera dinamica e rispetto agli sviluppi del mercato.

Il Tesoro e le sedi di confronto internazionale sulla gestione del debito

Come già esposto, le *best practice* internazionali si sono formate dalla condivisione continua di esperienze tra i gestori di debito pubblico e gli altri soggetti o Istituzioni coinvolti. Il processo di individuazione e di calibrazione degli obiettivi del Tesoro beneficia di un costante stretto coordinamento internazionale con le competenti istituzioni estere e sovranazionali, oltre che di regolari contatti con gli investitori istituzionali domestici ed internazionali e con le agenzie di *rating*. Di seguito sono elencati le principali modalità con cui il Tesoro sviluppa il confronto internazionale sui temi inerenti la gestione del debito pubblico:

- Rapporti regolari con i DMO europei sono assicurati nell'ambito dell'apposito Sottocomitato (European Sovereign Debt Markets - ESDM) del Comitato economico-finanziario dell'Unione Europea, un organismo - quest'ultimo - con funzioni consultive per la Commissione Europea e per il Consiglio dell'Unione Europea, incaricato di delineare le azioni di coordinamento delle politiche economiche e finanziarie degli Stati Membri.
- Viene curata una regolare presenza nei gruppi di lavoro di istituzioni sovranazionali quali l'OCSE, il FMI e la Banca Mondiale. Il Tesoro partecipa altresì al Working Party on Public Debt Management (WPDM) dell'OCSE⁵, che costituisce una sede stabile di confronto delle politiche e delle tecniche di gestione del debito pubblico tra i Paesi membri dell'Organizzazione, nonché al Government Borrowers' Forum organizzato annualmente dalla Banca Mondiale per condividere fra i circa 40 Paesi partecipanti esperienze concrete. Un riconoscimento implicito dello standing del Tesoro nella gestione del debito pubblico è costituito dal Public Debt Management Network⁶, un'iniziativa congiunta promossa dall'OCSE, dalla Banca Mondiale e dal Dipartimento del Tesoro (quale unica Istituzione statale accanto alle due multilaterali) finalizzata alla condivisione di conoscenze ed informazioni sulle tematiche della gestione del debito pubblico.
- Un'altra fondamentale occasione di coordinamento istituzionale è rappresentata dalla partecipazione ai gruppi di lavoro statistici di Eurostat e dal contributo alla predisposizione delle notifiche semestrali nell'ambito della

⁵ Il WPDM ha iniziato a riunirsi come Gruppo di lavoro di esperti nella gestione del debito pubblico in sede OCSE nel 1979. Il Tesoro contribuisce continuativamente ai lavori annuali del WPDM fin dal 1985 e fa parte del Comitato d'Indirizzo (*Steering Group*) costituito nel 2003. Attualmente i lavori del WPDM vedono la partecipazione dei DMO di tutti i 35 Paesi dell'OCSE nonché - come osservatori - del Fondo Monetario Internazionale, della Banca Mondiale e della Commissione Europea.

⁶ Cfr. www.publicdebt.net

procedura per i disavanzi eccessivi (Excessive Deficit Procedure - EDP), in relazione soprattutto alla corretta registrazione delle poste direttamente connesse al debito pubblico secondo il sistema europeo armonizzato di contabilità nazionale (SEC - o ESA, adottando l'acronimo anglosassone). Il presidio di tali aspetti contabili consente di tenere sotto controllo ogni profilo rilevante, anche al di là delle generali considerazioni di carattere strettamente finanziario e di impatto diretto sul bilancio dello Stato.

- Infine, il Tesoro partecipa alle riunioni annuali dell'International Retail Debt Management Conference, formata da DMO di un ristretto numero di Paesi e specificatamente dedicata alle tematiche operative riguardanti il collocamento di titoli di Stato presso investitori non istituzionali, che ogni due anni si giova della collaborazione della Banca Mondiale per un confronto allargato a Paesi emergenti.

Il processo di elaborazione degli obiettivi di gestione del debito nel modello organizzativo adottato dal Tesoro

Incaricata della gestione del debito pubblico è la Direzione Seconda del Dipartimento del Tesoro.

Nella Direzione sono presenti le funzioni tipiche degli operatori dei mercati finanziari e che caratterizzano anche i DMO nei Paesi avanzati: le funzioni di *Front*, *Middle* e *Back Office*. Sono altresì presenti funzioni di predisposizione di documentazione legale, di comunicazione, di statistica, di relazione con istituzioni esterne, nonché attività informatiche e tutte le altre funzioni di carattere giuridico-amministrativo e contabile che sono comuni alla struttura ministeriale. Una nota illustrativa sintetica di tali funzioni e delle attività svolte, accompagnata da una descrizione grafica della struttura organizzativa della Direzione, è allegata al presente Rapporto.

L'individuazione e il monitoraggio degli obiettivi di gestione del debito sono svolti dagli uffici coinvolti nelle funzioni di *Middle Office*, che comprendono: a) le attività di analisi, che consentono di delineare il profilo di costo/rischio che deve delimitare l'operatività e di individuare le strategie di emissione e di copertura più opportune; b) le previsioni pluriennali sulla spesa per interessi e sul debito della Pubblica Amministrazione per i documenti programmatici e il *reporting* istituzionale⁷; c) il monitoraggio del rischio di controparte, che determina alcuni vincoli da rispettare per la gestione del portafoglio derivati e per le operazioni di impiego della liquidità⁸.

⁷ In particolare il Documento di Economia e Finanza (DEF) previsto dalla Legge 7 aprile 2011 n. 39 (dove il contributo della Direzione del Debito Pubblico è incluso nella Parte Prima "Programma di Stabilità" e nella Parte Seconda "Analisi e Tendenze di Finanza Pubblica"), la Nota di Aggiornamento al DEF, il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) istituito dal Regolamento UE n. 473/2013, l'Appendice alla c.d. Relazione trimestrale di cassa (con l'art. 14 della legge 196/2009 denominata Relazione sul conto consolidato di cassa delle Amministrazioni pubbliche), la Relazione al Parlamento sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (allegata al Rendiconto generale dello Stato) di cui all'art. 44, comma 3 del D.P.R. 398/2003, la Relazione semestrale alla Corte dei Conti sulla gestione del debito pubblico di cui al D.M. 10/11/1995.

⁸ Le attività a diretto contatto con il mercato (*Front Office*) riguardano invece l'emissione del debito attraverso i programmi domestico ed estero, la gestione di breve termine della liquidità, le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto nonché le operazioni in strumenti derivati. Funzionali allo svolgimento delle attività di *Front Office* sono il monitoraggio del mercato secondario dei titoli di Stato e la selezione e valutazione degli Specialisti in titoli di Stato.

I.2 IL QUADRO ISTITUZIONALE

Il debito totale delle Pubbliche Amministrazioni ricomprende le passività lorde consolidate di tutte le Amministrazioni centrali, degli Enti territoriali e degli Istituti previdenziali pubblici. Una nozione più ristretta coincide invece con l'ammontare dei titoli di Stato in circolazione e quindi riguarda i soli titoli emessi dallo Stato, sul mercato interno e su quello estero.

Questo Rapporto, come per gli scorsi anni⁹, si riferisce a questa seconda, più circoscritta accezione, che peraltro è quella oggetto della normativa speciale rappresentata dal Testo Unico del Debito Pubblico¹⁰ (TUDP). Al 31 dicembre 2017 il debito costituito dai titoli di Stato rappresentava circa l'84,5% del debito pubblico complessivo.

Le principali caratteristiche dei titoli di Stato in circolazione - scadenza, tipo di remunerazione, modalità e frequenza di emissione - sono riassunte nella Tabella I.1.

Le funzioni di *Back Office* comprendono la predisposizione dei decreti di emissione, di ogni altra documentazione relativa all'emissione di prestiti - quali i prospetti dei programmi di emissione internazionale (*Global Bond*, *Medium Term Note*) e degli altri titoli collocati con metodologie diverse dall'asta - e al perfezionamento di derivati. Il *Back Office* cura inoltre le attività relative alle procedure per l'esecuzione dei pagamenti.

Vi sono poi altre funzioni svolte dalla Direzione del debito pubblico. Tra queste, quelle che possono essere catalogate come funzioni di comunicazione: informazioni in tempo reale riguardanti l'attività di emissione; produzione di statistiche su struttura, dinamica e composizione dei titoli di Stato e del relativo mercato; produzione di statistiche in esito al monitoraggio del debito e dell'esposizione in derivati degli enti territoriali. Eventuali operazioni straordinarie di intervento sul debito degli enti territoriali, disciplinate da specifiche norme, rappresentano un'altra funzione di cui la Direzione è investita.

⁹ Tutte le edizioni del Rapporto sul Debito pubblico sono reperibili all'indirizzo http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/

¹⁰ Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico (Decreto del Presidente della Repubblica del 30 dicembre 2003, n.398).

TABELLA I.1: I TITOLI DI STATO DOMESTICI

	BOT	CTZ	CCT/CCTeu	BTP	BTP€i	BTP Italia
	Buoni Ordinari del Tesoro	Certificati del Tesoro Zero Coupon	Certificati di Credito del Tesoro	Buoni del Tesoro Pluriennali	Buoni del Tesoro Pluriennali Indicizzati all'inflazione europea	Buoni del Tesoro Pluriennali indicizzati all'inflazione italiana
Scadenza	3, 6, 12 mesi e inferiore a 12 mesi (BOT flessibili)	24 mesi	5, 7 anni	3,5,7,10,15,20,30 e 50 anni	5,10,15,30anni	4,6,8 anni
Remunerazione	Emissione a sconto	Emissione a sconto	Cedole variabili semestrali indicizzate al tasso delle aste BOT 6 mesi o all'Euribor 6 mesi, eventuale scarto di emissione	Cedole fisse semestrali, eventuale scarto di emissione	Cedole semestrali indicizzate all'inflazione europea (indice HICP al netto dei tabacchi), eventuale scarto di emissione e rivalutazione del capitale a scadenza	Cedole semestrali indicizzate all'inflazione italiana (indice FOI al netto dei tabacchi), rivalutazione semestrale del capitale e premio fedeltà* a scadenza
Metodo di Emissione	Asta competitiva sul rendimento	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Asta marginale** con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Asta marginale** con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa	Attraverso il MOT (Borsa Italiana), il mercato elettronico al dettaglio
Frequenza di Emissione	Mensile	Mensile	Mensile	Mensile e in base alle condizioni di mercato per i BTP 15 e 30 anni	Mensile	Una/due volte l'anno

*) Per i risparmiatori individuali e altri affini che acquistano il titolo all'emissione durante la Prima Fase del periodo di collocamento.

**) Le prime tranches di nuovi BTP a lunga scadenza (superiore a 10 anni) o BTP€i possono essere offerte sul mercato tramite sindacato di collocamento.

L'attività di gestione del debito pubblico, per la quota parte riferita appunto al debito negoziabile sui mercati rappresentata dai titoli di Stato, è stata svolta in base a quanto previsto dall'Atto di indirizzo del Ministro, dalla Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e dal "Decreto Cornice" per il 2017¹¹, il Decreto che delinea gli obiettivi di riferimento per lo svolgimento dell'attività amministrativa nel settore delle operazioni finanziarie volte alla gestione del debito pubblico. Quanto previsto in questi provvedimenti è stato poi tradotto in termini operativi nelle "Linee Guida della gestione del debito pubblico" per il 2017 (d'ora in poi "Linee Guida"¹²).

¹¹ Decreto del 22 dicembre 2016 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 304 del 30 dicembre 2016.

¹² Le Linee Guida del Debito Pubblico sono pubblicate sul sito del Dipartimento del Tesoro - Direzione del Debito Pubblico del MEF all'indirizzo http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/

Anche per l'anno 2017 - come ampiamente illustrato nel primo "Rapporto sul debito pubblico" con riferimento al 2014 - l'Atto di indirizzo ha incluso tra le priorità politiche quella di proseguire "*...l'impegno nella gestione del debito pubblico volta a contenerne il costo e a stabilizzarne o prolungarne la vita media*" e la Direttiva generale ha tradotto tale priorità politica nei due obiettivi strategici di contenimento del costo del debito, con particolare attenzione al suo profilo costo/rischio, e monitoraggio e gestione del Conto disponibilità¹³, mirati alla stabilizzazione del saldo.

Il Decreto Cornice per il 2017, analogamente agli anni precedenti, ha fornito maggiori dettagli circa gli strumenti operativi cui la Direzione del Debito Pubblico è autorizzata a far ricorso per il raggiungimento dei propri obiettivi. In particolare, all'art. 2 si prevede l'emissione di prestiti "*nel rispetto del limite stabilito annualmente dalla Legge di approvazione del bilancio di previsione dello Stato*", pari alla copertura dei titoli in scadenza nell'anno e, in aggiunta, al fabbisogno del Settore Statale, avendo cura di "*...contemperare l'esigenza di acquisire il gradimento dei mercati con quella di contenere il costo complessivo dell'indebitamento in un'ottica di medio-lungo periodo, considerata l'esigenza di protezione dal rischio di rifinanziamento e di esposizione a mutamenti dei tassi di interesse*".

A tal fine, nello stesso articolo sono stati fissati degli specifici intervalli percentuali in termini di composizione del debito alla fine del 2017, così articolati:

- BOT (titoli a breve termine) tra il 3% e l'8% (invariato rispetto all'anno precedente);
- BTP (titoli "nominali" a tasso fisso) tra il 60% ed il 75% (con un limite inferiore più elevato rispetto alla fascia tra il 55% ed il 75% fissata per l'anno precedente);
- CCT/CCTeu (titoli "nominali" a tasso variabile) tra il 5% ed il 10% (invariato rispetto all'anno precedente);
- CTZ non oltre il 4% (in leggera diminuzione rispetto al limite del 5% fissato per l'anno precedente);
- BTP€i e BTP Italia (titoli "reali") non oltre il 15% (invariato rispetto all'anno precedente).

Inoltre, relativamente ai titoli emessi sui mercati esteri, è stato stabilito che questi potessero essere emessi per un importo che, al netto dei rimborsi, non comportasse il superamento del 5% dei titoli in circolazione al termine del 2017 (invariato rispetto all'anno precedente).

Al fine di perseguire il "*contenimento del costo complessivo dell'indebitamento, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei Titoli di Stato*", l'art. 3 ha autorizzato, come negli anni precedenti, l'utilizzo di operazioni che intervengono sulla struttura del debito già in essere, vale a dire operazioni di riacquisto, scambio o rimborso anticipato di titoli, nonché operazioni in strumenti derivati.

¹³ Le informazioni sulla natura del Conto disponibilità e sul contesto della connessa operatività sono fornite nel successivo Par. I.IV

Per contenere il rischio di credito derivante da queste ultime operazioni, l'art. 4 del Decreto Cornice ha individuato i criteri di affidabilità delle relative controparti, prevedendo inoltre la possibilità di porre in essere accordi finalizzati alla reciproca prestazione di garanzia (*collateral*).

Infine, con riferimento alla gestione del Conto disponibilità, l'art. 6 del Decreto Cornice ha stabilito che essa mira "*ad un'efficiente movimentazione delle giacenze liquide, in relazione alla strategia di emissione dei titoli di Stato, alle condizioni prevalenti sul mercato e ai vincoli imposti dalle disposizioni di politica monetaria*". La disciplina della movimentazione della liquidità del Tesoro e della selezione delle controparti che partecipano alle relative operazioni trova fondamento nel decreto ministeriale del 25 ottobre 2011.

In estrema sintesi, gli obiettivi assegnati alla gestione del Debito Pubblico dal Decreto Cornice, in termini di composizione "a tendere" per la fine del 2017, intendevano privilegiare le scadenze a medio-lungo termine e ridurre quelle a breve termine, in linea¹⁴ quindi con le *best practice* internazionali. Lo scopo era di continuare a ridurre il rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento, mantenendo la vita media dei titoli di Stato ad un livello almeno pari a quello del 2016¹⁵, in un contesto di mercato tendenzialmente meno favorevole a quello realizzatosi nell'anno precedente. Nelle Linee Guida per il 2017, pertanto, in piena coerenza con i provvedimenti di cui sopra, il Tesoro si è impegnato specificatamente a:

1. calibrare le nuove scadenze dei titoli in emissione in modo che la vita media dello *stock* dei titoli di Stato rimanga almeno sui medesimi livelli;
2. incrementare moderatamente l'offerta di BOT, in considerazione del minore ammontare di scadenze di tale comparto del 2017, senza tuttavia modificarne sostanzialmente il peso percentuale rispetto all'anno precedente;
3. presentarsi al mercato con volumi complessivi più elevati, rispetto al 2016, di emissioni indicizzate all'inflazione dell'Eurozona, con una presenza diversificata su tutti i principali comparti e scadenze, includendo anche il potenziale lancio di un nuovo 10 anni indicizzato all'inflazione dell'Eurozona; per quanto riguarda i BTP Italia, le cui scadenze 2017 superavano i 39 miliardi, l'obiettivo era non solo di riproporre due collocamenti, ma anche di gestire il rilevante ammontare in scadenza - previa analisi di fattibilità - mediante operazioni di concambio e riacquisto;
4. offrire i CCTeu regolarmente su base mensile, e per volumi più elevati che nel 2016, anche per tenere conto delle ampie scadenze, ma non venendo meno all'obiettivo di contenere l'esposizione al rischio di tasso;
5. nell'ambito dei BTP nominali, accrescere in termini assoluti i volumi offerti sulle scadenze a 3 e 5 anni, ma con un lieve aumento della sola scadenza a 3 anni in proporzione alle emissioni annue, mantenendo le emissioni sulle scadenze a 7 e 10 su volumi in linea con quelli del 2016; sulle scadenze ancora più lunghe, diversificare l'offerta, anche grazie all'introduzione - avvenuta nel 2016 - delle due nuove scadenze a 20 e 50 anni, proponendo di

¹⁴ Cfr. *supra*, l.1.

¹⁵ Nel 2015 la vita media dello *stock* dei titoli di Stato era passata da 6,38 a 6,52 anni; nel 2016 aveva raggiunto 6,76 anni.

- volta in volta i titoli che mostravano maggiore profondità di mercato e migliore qualità della domanda finale;
6. porre in essere un significativo ammontare di operazioni di concambio e riacquisto, al fine soprattutto di gestire il profilo delle scadenze del biennio 2018-2019 e, laddove possibile, anche dello stesso 2017, avendo anche cura di agevolare il processo di stabilizzazione e riduzione del debito, in linea con gli impegni programmatici di finanza pubblica;
 7. per quanto riguarda i derivati, veniva prevista una gestione attiva del portafoglio di operazioni già in essere mirata a migliorarne la performance nel corrente contesto di mercato, prevedendo altresì la copertura di eventuali nuove emissioni in valuta estera tramite *cross currency swap*, in un contesto regolato da un sistema di garanzie bilaterali.

Durante il 2017, come negli anni precedenti, la Direzione del Debito Pubblico è stata pertanto chiamata a garantire che le emissioni necessarie per la copertura dei titoli in scadenza e del fabbisogno del Settore Statale dell'anno, e più in generale tutte le attività di gestione del debito, fossero tali da contenere il costo del debito con una particolare attenzione alle principali categorie di rischio da mantenere sotto controllo, contribuendo al tempo stesso a garantire un livello adeguato di stabilità e prevedibilità del saldo del Conto disponibilità.

I.3 IL CONTENIMENTO DEL COSTO DEL DEBITO CON ATTENZIONE AL PROFILO COSTO/RISCHIO

Il trade-off costo/rischio: le specificità del caso italiano

La normale gestione del *trade-off* tra costo e rischio, cui si è accennato sopra, prende le mosse dall'analisi di diverse strategie di emissione del debito, di cui viene calcolato innanzitutto il relativo costo, in termini di onere del servizio del debito, che a sua volta dipende dai tassi di interesse a cui vengono collocati i titoli su mercato. Di ogni strategia vengono anche esaminati i relativi rischi, che possono assumere molteplici dimensioni, così come molteplici sono le misure di rischio adottate¹⁶.

Come già segnalato nei rapporti degli anni precedenti, in Italia la gestione del debito si è focalizzata in particolare su due rischi principali: quello di tasso di interesse, al fine di minimizzare l'impatto sull'onere del debito derivante dai movimenti dei tassi di interesse di mercato, e quello di rifinanziamento, con lo scopo di distribuire più uniformemente nel tempo le scadenze al fine di agevolare il collocamento di nuovo debito, presentandosi in questo modo sul mercato per volumi coerenti con la sua capacità di assorbimento ed evitando così rialzi indesiderati del costo di finanziamento.

Questo approccio alla gestione del debito, già di per sé in linea con la prassi internazionale, in Italia ha storicamente dovuto tener conto in passato - e si misura tuttora - con l'elevata dimensione del debito, in termini assoluti e in

¹⁶ Per il dettaglio delle misure di costo e rischio si vedano i paragrafi successivi di questo capitolo.

rapporto al PIL, che necessariamente ha portato ad un atteggiamento ancora più prudentiale nei confronti del rischio, per due ordini di motivi.

Di questi, il primo - come già ampiamente rappresentato nelle scorse edizioni del Rapporto - è costituito dal fatto che, per l'Italia, una componente significativa del livello dei tassi di interesse all'emissione dei titoli di Stato è costituita dal premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori per finanziare un soggetto altamente indebitato¹⁷. Tale componente è poco correlata al ciclo economico, a differenza di Paesi con debito più contenuto e merito di credito più elevato, per i quali i movimenti dei tassi d'interesse sul debito sono di gran lunga più coerenti con il ciclo economico, rendendo meno cruciale la gestione del rischio di tasso ai fini della dinamica del rapporto debito/PIL. In Italia, invece, il premio di rischio nel medio periodo tende ad essere correlato negativamente con la crescita economica, proprio per via della percezione della sostenibilità del debito. Per questo è necessario tendere ad una composizione del debito meno vulnerabile possibile rispetto agli andamenti dei tassi di interesse di mercato.

In secondo luogo, visto l'elevato debito, per l'Italia è più importante - rispetto ad altri Paesi - stabilizzare e rendere prevedibile la spesa per interessi, sia al fine di evitare il ricorso alla leva fiscale a seguito di eventuali *shock* sui tassi e sia per gestire più agevolmente gli impegni di finanza pubblica in funzione dei requisiti europei, basati in particolar modo sul controllo del deficit e della dinamica del debito.

Sotto tutti i profili sopra richiamati, da molti anni per l'Italia è quindi cruciale porre al centro della strategia di gestione del debito il controllo dei rischi di mercato, ed in particolare quelli di rifinanziamento e di tasso.

Le misure del rischio di rifinanziamento e gli strumenti per la sua gestione

L'indicatore di riferimento per quantificare la misura di questo rischio è quello della vita media dello *stock* di titoli di Stato: viene calcolata una media delle scadenze di tutti i titoli in circolazione, ponderata per il valore nominale¹⁸ di ciascun titolo. Dopo una discesa che durava dal 2011, alla fine del 2014 la vita media del debito in titoli di Stato si era sostanzialmente stabilizzata, attestandosi a 6,38 anni, per iniziare poi nel 2015 una fase di risalita raggiungendo i 6,52 anni, divenuti poi 6,76 anni nel 2016.

In linea con l'Atto di indirizzo e la Direttiva del Ministro sopra menzionati, l'obiettivo di contenimento del costo del debito con attenzione al profilo

¹⁷ A seguito dell'introduzione della moneta unica, la percezione e valorizzazione del rischio di credito per i Paesi con alto debito dell'Area Euro sono molto diminuite; tuttavia esse sono riemerse dopo l'inizio della crisi finanziaria globale del 2007-2008, e soprattutto con la successiva crisi del debito sovrano, dopo la quale gli *spread* di credito tra i Paesi ad alto debito e gli altri non sono ritornati ai livelli di allineamento precedenti la crisi.

¹⁸ Per "valore nominale" viene utilizzata la definizione adottata nel Regolamento CE 479/2009 del 25 maggio 2009: ".....Il valore nominale di una passività in essere alla fine dell'anno è il valore facciale; Il valore nominale di una passività indicizzata corrisponde al valore facciale aumentato dell'incremento indicizzato del valore in conto capitale maturato alla fine dell'anno; le passività denominate in valuta estera sono convertite nella moneta nazionale al tasso di cambio rappresentativo del mercato in vigore l'ultimo giorno lavorativo di ciascun anno;le passività denominate in valuta estera e convertite mediante accordi contrattuali nella moneta nazionale sono convertite nella moneta nazionale al tasso convenuto nei predetti accordi".

costo/rischio è stato quindi operativamente tradotto, anche nelle Linee Guida per il 2017, in termini di attuazione di una politica di emissione e gestione del debito volta a consolidare la vita media compatibilmente con le condizioni di mercato.

Parallelamente, la gestione del rischio di rifinanziamento doveva essere perseguita mediante una graduale riduzione dei volumi di titoli in scadenza negli anni di più elevata concentrazione dei rimborsi, rendendone il profilo maggiormente uniforme. In particolare, visto il profilo annuale delle scadenze a fine 2016 (Grafico I.1), nonché quello mensile fino al 2019 (Grafico I.2), è stata valutata la necessità di ridurre i volumi in scadenza non solo nel biennio 2018-2019, ma anche nei mesi più carichi del 2017¹⁹, ponendo in essere operazioni di riacquisto e concambio focalizzate preferibilmente su titoli in scadenza in tale arco temporale e, ove possibile, calibrando opportunamente le emissioni di BOT.

GRAFICO I.1: PROFILO ANNUALE DELLE SCADENZE – TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE IN ESSERE AL 31.12.2016 (milioni di euro)

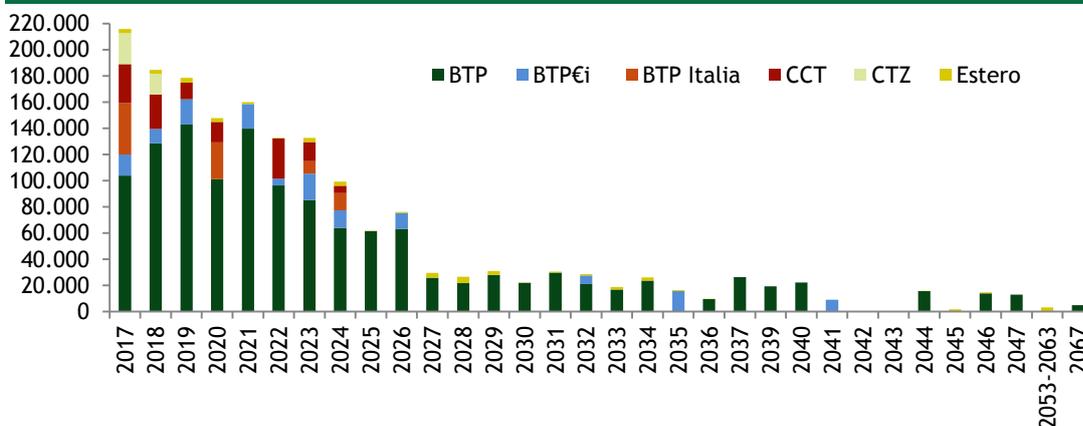
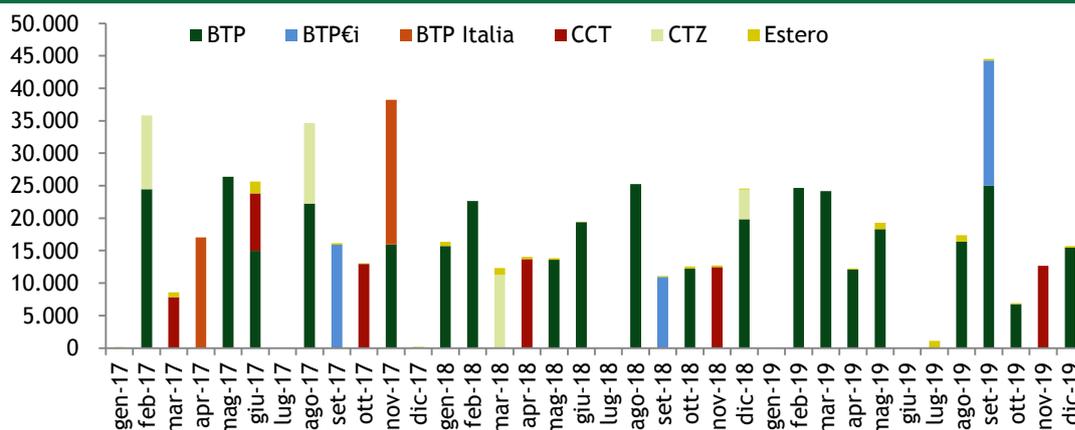


GRAFICO I.2: PROFILO MENSILE DELLE SCADENZE – TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE PER GLI ANNI 2017-2019 IN ESSERE AL 31.12.2016 (milioni di euro)



¹⁹ Febbraio, maggio, giugno, agosto e novembre.

Inoltre, gli strumenti menzionati dovevano mirare anche a stabilizzare il saldo del Conto disponibilità, neutralizzando il più possibile le fluttuazioni di breve e brevissimo termine delle disponibilità liquide del Tesoro.

Le misure del rischio di tasso di interesse e gli strumenti per la sua gestione

Il rischio di tasso viene quantificato principalmente con tre misure che sono la *duration* (o durata finanziaria) l'*average refixing period* (tempo medio di "aggancio" dei tassi di interesse di mercato), nonché con il *Cost-at-Risk*, che fornisce una quantificazione del costo aggiuntivo massimo in termini di spesa per interessi in caso di scenari di tasso avversi, unitamente alla probabilità di dover effettivamente sostenere questo costo aggiuntivo, derivante a sua volta dalla probabilità di questi scenari avversi²⁰.

Il Decreto Cornice per il 2017 all'art. 2, comma 2, dispone di contenere il costo complessivo dell'indebitamento compatibilmente non solo con la protezione dal rischio di rifinanziamento ma in relazione all'esposizione ai mutamenti dei tassi di interesse. La situazione di mercato a fine 2016 evidenziava, d'altro canto, prospettive più incerte, soprattutto sul fronte dell'andamento dei tassi di interesse, rendendo più sfidante il raggiungimento di un ulteriore aumento di durata finanziaria ed *average refixing period*, rispetto a quanto conseguito nel 2016. Per riuscire a mantenere, se non a migliorare, il livello di questi indicatori di rischio l'attività di emissione doveva essere accompagnata da operazioni di intervento sull'esistente: riacquisti, concambi e strumenti derivati.

L'analisi del *Cost at Risk (CaR)* è stata invece utilizzata, per mezzo del modello sviluppato internamente ed in uso ormai da alcuni anni presso la Direzione del Debito Pubblico, denominato SAPE²¹ (Software di Analisi dei Portafogli di Emissione), per individuare, con una determinata probabilità, un livello di costo atteso che non può essere ecceduto, nonché tutte quelle composizioni delle emissioni di titoli le cui combinazioni di costo/rischio si collochino su una frontiera efficiente, siano cioè tali da risultare dominanti - per un dato livello di costo o di rischio - rispetto ad ogni altra ipotetica composizione del portafoglio di emissioni. Per testare le caratteristiche di ipotetici portafogli di emissione si è proceduto a stimare per ciascuno di essi, su un dato periodo temporale futuro, sia il costo in termini di spesa per interessi, sia il suo rischio di tasso (*Cost-at-Risk*) calcolato in diversi possibili scenari di evoluzione dei tassi di interesse e di inflazione. La base dati per il debito in circolazione utilizzata da SAPE a fine 2016 era composta dai titoli domestici, titoli denominati in dollari USA e strumenti derivati. Considerati i vincoli sia sulle emissioni di titoli in dollari USA

²⁰ Vedasi il Focus "I principali indicatori quantitativi del rischio di tasso di interesse" a pag. 22 del Rapporto Annuale sul Debito Pubblico 2014, reperibile all'indirizzo già citato alla nota 9 di questo Capitolo.

²¹ Il modello utilizzato dal Tesoro e lo sviluppo del software relativo furono avviati sulla base di un finanziamento MIUR all'Istituto Applicazioni del Calcolo del CNR (quale capofila di un gruppo che comprendeva anche le Università Bocconi, Statale di Milano e Tor Vergata di Roma); negli anni, ha poi visto diverse fasi di sviluppo gestite in collaborazione tra il citato Istituto del CNR ed il MEF, che negli ultimi anni si è avvalso anche del supporto analitico ed informatico di Sogei. Per una descrizione dettagliata del SAPE - Software di Analisi dei Portafogli di Emissione, si rinvia al relativo Focus di approfondimento contenuto a pag. 26 del Rapporto sul Debito Pubblico 2014, v. *supra*.

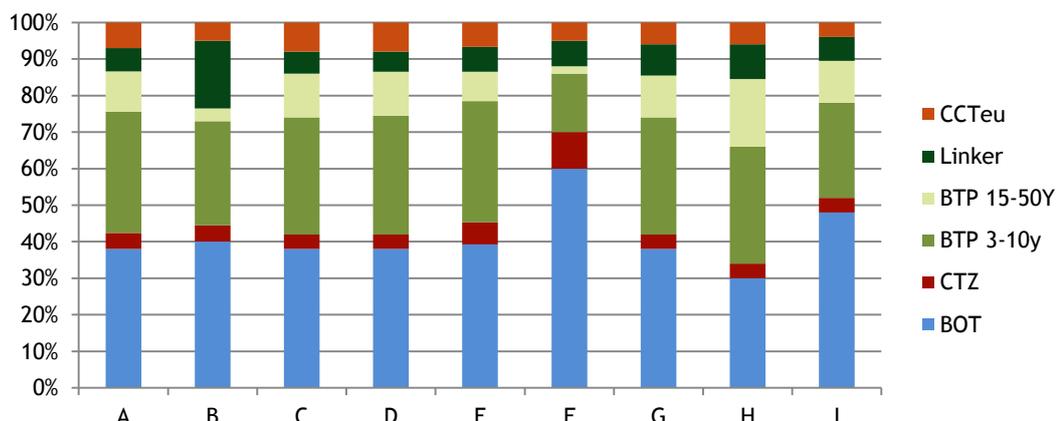
che su strumenti derivati per gli anni futuri si è ipotizzato che il rifinanziamento delle scadenze negli anni futuri avvenisse unicamente con titoli domestici e l'assenza di nuove operazioni in derivati per la gestione del rischio di tasso. Questa ipotesi non confligge con l'opportunità di considerare anche emissioni sotto programmi esteri, poiché queste sono vincolate a condizioni di costo generalmente migliori, o almeno pari, a quelle ottenibili con equivalenti strumenti domestici, quindi sostanzialmente indifferenti in simulazioni di emissioni future.

Il ruolo della strategia di emissione per la gestione del trade-off rischio di tasso/costo per il 2017

L'individuazione di una politica di emissione che abbia gli obiettivi di allungamento di vita media, *average refixing period* o della durata finanziaria, cioè di miglioramento degli indicatori di rischio di rifinanziamento e di tasso di interesse è da valutare sempre in combinazione con i maggiori costi che tale strategia comporta dovuta alla richiesta da parte del mercato di una remunerazione più elevata per titoli con scadenze maggiori. Pertanto, la programmazione del portafoglio di emissioni per l'anno doveva tener conto di questo *trade-off*, cioè della stima del costo marginale richiesto dal mercato per migliorare gli indicatori di rischio menzionati in precedenza. Per affrontare questo esercizio, in occasione della definizione delle "Linee Guide per l'anno 2017" alla fine del 2016, la Direzione del Debito Pubblico ha proceduto preliminarmente con l'individuazione di un set di possibili portafogli di emissione su titoli domestici, giudicati compatibili con le condizioni di mercato e le caratteristiche fondamentali della gestione del debito pubblico in Italia. Tali portafogli sono stati selezionati per la loro fattibilità, anche tenendo conto di analisi di mercato prodotte da centri di ricerca finanziaria, banche, banche centrali e altre istituzioni finanziarie.

Come condizione preliminare, tutti i portafogli dovevano consentire di finanziare:

- a) le scadenze dei titoli a medio-lungo termine previste per il 2017 (pari ad oltre 217 miliardi di euro),
- b) le scadenze dei BOT già in circolazione (pari a poco più di 107 miliardi di euro), insieme con quelle relative ai BOT emessi ed in scadenza in corso d'anno,
- c) il fabbisogno di cassa del Settore Statale (previsto allora nella misura di poco inferiore ai 50 miliardi di euro rispetto alla NdaDEF del settembre 2016 oppure poco oltre 55 miliardi di euro rispetto al DBP di ottobre 2016), nonché garantire sufficienti disponibilità liquide del Tesoro, per provvedere a tutte le esigenze della gestione di cassa. Di seguito vengono riportate sinteticamente le caratteristiche degli otto portafogli analizzati:

GRAFICO I.3: PORTAFOGLI DI EMISSIONE ANALIZZATI PER L'ANNO 2017

Portafoglio A (o Portafoglio 2016): è la composizione delle emissioni domestiche adottata nel 2016, caratterizzata, in termini lordi, da un 38% circa di emissioni di BOT, pressoché equamente suddivise tra la scadenza annuale e la semestrale, meno del 5% di CTZ, poco più del 7% di CCTeu, quasi il 6,5% di titoli indicizzati (quota comprensiva di BTP€i e BTP Italia), e tutto il resto in BTP nominali. Fra questi, quasi il 15% rappresentato dai titoli più brevi del comparto (3 e 5 anni), il 17,6% dalle scadenze a 7 e 10 anni e, infine, una quota sul segmento a più lungo termine del 10,25%²²;

Portafoglio B: rispetto al Portafoglio 2016, vede un incremento considerevole della quota dei titoli indicizzati all'inflazione sia italiana che europea, in particolare sulle scadenze a cinque e dieci anni. Si è simulato un lieve aumento dei BOT e del BTP sulla scadenza triennale. Ad eccezione del comparto BTP a 7y e del CTZ che restano pressoché invariati, tutti gli altri segmenti subiscono delle riduzioni, particolarmente evidente nel segmento BTP decennale ma anche in quelli più lunghi; questo portafoglio, lungi dall'essere effettivamente praticabile vista la quota simulata di emissione sui comparti inflazione, è stato elaborato allo scopo di verificare ed evidenziare quale sarebbe l'impatto sul costo e sul rischio di un aumento dell'esposizione del debito all'inflazione (sia domestica che europea), con una riduzione analoga delle emissioni di titoli nominali a lungo termine, inclusa la scadenza decennale;

Portafoglio C: rispetto al Portafoglio A, si è mantenuta sostanzialmente invariata la quota di BOT ed azzerata la quota di emissione sui titoli indicizzati all'inflazione europea. Viceversa, l'ammontare che nel Portafoglio A era riservato ai titoli BTP€i viene collocato sui titoli BTP Italia. Inoltre viene ridotta la quota sui titoli con scadenze brevi (lievemente il CTZ ed il BTP a 3 anni mentre più consistentemente il BTP a 5 anni) ed incrementate le quote su titoli a più elevata scadenza ed in particolare i BTP a 10 e 15 anni. Con questo portafoglio si è cercato di cogliere gli effetti derivanti da un potenziale andamento divergente tra

²² Il dettaglio delle emissioni 2016 è riportato nelle tabelle III.6.a e III.6.b nel successivo Cap. III.

inflazione europea e quella italiana, aumentando l'esposizione alla seconda rispetto alla prima, ma mantenendo un orientamento sulle scadenze a tasso fisso di medio lungo termine;

Portafoglio D: rispetto al Portafoglio A, vi è un azzeramento delle emissioni di BTP Italia a favore di quelle BTP€i nonché di CCT ed i segmenti BTP a 10 e 15 anni; in questo senso, le motivazioni sono speculari rispetto a quelle del portafoglio C;

Portafoglio E: è stato ipotizzato un portafoglio non dissimile dal Portafoglio A; tuttavia in questo portafoglio si è simulato un lieve incremento della quota BOT (soprattutto la componente annuale), del CTZ e del segmento BTP sulla scadenza a 3 anni compensato da una riduzione lieve dei segmenti lunghi ed extra-lunghi del comparto BTP. Con questo portafoglio si è cercato di simulare gli effetti di costo-rischio ribilanciando in modo lieve il peso delle emissioni dai comparti lunghi della curva BTP verso strumenti di breve termine fino all'area triennale;

Portafoglio F: rispetto ai Portafogli A ed E, vede un incremento sostanziale di BOT e CTZ, una riduzione ampia di tutto il comparto BTP, percentualmente più incisiva sulle scadenze più lunghe, ed una modesta ricomposizione degli indicizzati su BTP Italia; in questo caso si è selezionato un portafoglio molto esposto sugli strumenti a breve termine, per valutarne le proprietà in termini di potenziale incremento del rischio di tasso, a fronte di una quasi certa riduzione dei costi medi all'emissione;

Portafoglio G: rispetto al Portafoglio A, incorpora una ricomposizione del comparto BTP con lievi riduzioni dei segmenti a 3 e 5 anni sulla parte breve ed a 30 e 50 sulla parte lunga della curva a vantaggio dei segmenti a 10 e 15 anni, lasciando i BOT invariati e riducendo lievemente i CTZ. Il comparto inflazione è lievemente incrementato, in parte su BTP Italia ed in parte sui segmenti più lunghi dei titoli indicizzati all'inflazione europea. Si tratta di un portafoglio che tende a privilegiare i punti centrali della curva sottopesando marginalmente l'area 5 anni nominale ed i punti estremi della curva (30 e 50 anni) per testarne le proprietà in termini di variazione del rischio di tasso rispetto alla variazione attesa dei costi medi all'emissione;

Portafoglio H: rispetto al Portafoglio A, contempla una marcata riduzione delle emissioni sul comparto BOT ed un deciso ribilanciamento delle emissioni dai BTP nominali con scadenza fino a 7 anni in favore dei BTP e BTP€i lunghi, con scadenza superiore ai dieci anni; l'analisi di questo portafoglio vuole evidenziare gli effetti derivanti da una strategia di emissione fortemente sbilanciata sulla scadenze lunghe, in particolare quanto sarebbe l'aumento di costo eventualmente da sostenere per ottenere un allungamento di *duration* e vita media del debito, con evidenti benefici in termini di riduzione del rischio di tasso e di rifinanziamento;

L'analisi è stata svolta, per ogni portafoglio di emissione, su un orizzonte trentennale e ne sono stati esaminati gli effetti nel primo quadriennio 2017-2020.

Ai diversi portafogli di emissione sono stati applicati 200 scenari generati dal modello SAPE per la curva dei rendimenti italiana, le curve *zero coupon inflation swap*²³ per i titoli indicizzati all'inflazione italiana ed europea e l'Euribor semestrale. La generazione degli scenari dei tassi di interesse ha tenuto conto dell'informazione relativa alla durata del programma PSPP, che si sarebbe estesa sicuramente almeno fino al termine del 2017. La misura di costo utilizzata è stata quella dell'evoluzione attesa della spesa per interessi media mensile nel quadriennio considerato. Quella per il rischio è data dalla differenza tra l'evoluzione della spesa per interessi media mensile nel quadriennio che lascia solo un 5% di probabilità che questa possa essere più elevata e quella attesa di cui sopra (*Relative Cost-at-Risk*).

La larga parte dei portafogli esaminati (7 su 8) fornisce risultati in termini di costo-rischio molto simili tra loro con l'eccezione di quelli più estremi (F e H) che evidentemente sono stati scartati perché troppo rischiosi o costosi rispetto a portafogli alternativi.

Il Portafoglio E è risultato essere tra i più efficienti, nel senso che - con la sola eccezione del portafoglio B, largamente sbilanciato sul comparto inflazione - si è constatato come tutti gli altri consentano di conseguire un rischio minore, ma solo a prezzo di un costo atteso significativamente più elevato. E' il caso dei portafogli A, C, D, G e I.

Dall'uso del modello è quindi emerso che nel 2017, escludendo il portafoglio B (nel quale era stato simulato un incremento della quota collocata su titoli indicizzati all'inflazione tale da essere difficilmente assorbibile dal mercato senza creare un'alterazione del tasso di equilibrio tra la domanda e l'offerta), sarebbe stato ottimale incrementare lievemente la quota di BOT, CTZ e del segmento BTP sulla scadenza triennale, compensata da una riduzione lieve dei segmenti lunghi ed extra-lunghi del comparto BTP.

Il ruolo delle operazioni in derivati per la gestione del trade-off rischio di tasso/costo per il 2017

Come già evidenziato²⁴, l'obiettivo di contenere il costo subordinatamente al mantenimento di un livello accettabile dei rischi sottesi alla struttura esistente del debito, attribuito al gestore del debito pubblico dalle *best practices* internazionali, non si esaurisce al momento dell'emissione ed in relazione alle condizioni di mercato allora esistenti, ma si realizza concretamente, in maniera dinamica, in un'azione continua, anche successiva all'emissione. Tra gli strumenti che il gestore del debito pubblico ha a disposizione in epoca successiva all'emissione per intervenire su tali rischi vi sono, oltre alle operazioni di concambio e di riacquisto, i derivati di tasso d'interesse che consentono per l'appunto di contenere il rischio di tasso d'interesse, modificando la composizione

²³ Le curve *zero coupon inflation swap* sono comunemente usate per prezzare i contratti *swap* in cui due controparti si scambiano un flusso fisso nominale ed un flusso variabile indicizzato all'inflazione, in modo da avere uguaglianza dei valori attuali dei due flussi. Per il modello SAPE queste curve sono cruciali perché consentono di modellare le emissioni future di titoli indicizzati a partire dalle curve di rendimento nominali.

²⁴ Per una indispensabile, più ampia disamina degli obiettivi perseguiti con l'utilizzo di strumenti derivati in quest'ottica di gestione del debito vedasi *supra*, I.1 nonché i documenti ivi citati.

dei tassi senza cambiare le caratteristiche dei titoli collocati presso gli investitori²⁵. Eventuali disallineamenti tra la struttura di portafoglio risultante dall'esito dei collocamenti sul mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali ritenuti preferibili possono così essere colmati con l'uso dei derivati²⁶, aumentando l'aderenza dell'azione del gestore del debito agli obiettivi programmatici e svincolando in parte il raggiungimento di tali obiettivi dagli andamenti registrati in sede di collocamento. L'attività di emissione, specie nel caso italiano - considerata l'entità del debito - non può che essere gestita con continuità e prevedibilità, al fine di creare per i potenziali acquirenti dei titoli i presupposti tecnici dell'indispensabile liquidità dell'investimento. L'esecuzione delle operazioni in derivati, invece, è sganciata da un calendario prestabilito, potendo essere perfezionata in qualunque momento le condizioni di mercato consentano di soddisfare le specifiche esigenze del gestore del debito: esse in tal modo contribuiscono a rimuovere un fattore di rigidità nell'azione gestionale del DMO.

Il Decreto Cornice, nell'autorizzare l'utilizzo degli strumenti derivati, ha previsto che questi concorressero al raggiungimento degli obiettivi gestionali generali di contenimento del costo complessivo dell'indebitamento e di protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento, sulla base delle informazioni disponibili e delle condizioni di mercato.

Dal 2015, dopo la pubblicazione nel settembre 2014 delle nuove regole fissate da Eurostat per la registrazione contabile del valore di mercato di *swap* frutto di ristrutturazioni di *swap* preesistenti o dell'esercizio di *swaption*, l'utilizzo dei derivati nel quadro degli obiettivi di gestione del debito è stato assoggettato a ulteriori vincoli gestionali. Da tali regole, infatti, deriva che - limitatamente ai casi sopra riportati - tali operazioni abbiano un impatto sul livello dello *stock* di debito, ancorché meramente contabile, dato che non richiedono un effettivo ricorso al mercato. L'attività in derivati doveva pertanto complementare l'attività di emissione anche tenendo conto dei più generali obiettivi di finanza pubblica, alla luce dei riflessi contabili prodotti dalla normativa europea, continuando nel contempo a contribuire all'aumento dell'*average refixing period* e della durata finanziaria (*duration*) del debito²⁷.

²⁵ Per un riepilogo delle tipologie di operazioni in strumenti derivati utilizzate dalla Direzione del Debito del Dipartimento del Tesoro si rinvia alla sezione III.3 del Rapporto sul Debito Pubblico 2014, reperibile all'indirizzo riportato in nota 9 di questo Capitolo.

²⁶ Un documento redatto congiuntamente da esperti di *best practice* dell'OCSE, del FMI e della Banca Mondiale nel 2008 rilevava la prassi adottata in proposito da molti gestori del debito sovrano, sottolineando che "l'attuazione della strategia del debito può includere l'uso di derivati per separare le decisioni di finanziamento da quelle di composizione ottimale del portafoglio, ridurre il costo di indebitamento e gestire i rischi di portafoglio (in particolare il rischio di *refixing* del tasso di interesse e il rischio di rifinanziamento)": "The implementation of the debt strategy may include the use of derivatives to separate funding decision from the optimal portfolio composition decision, reduce the cost of borrowing, and manage risks in the portfolio (in particular interest rate refixing risk and refinancing risk)". - OECD (2008) "Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development: Key Conclusions", consultabile all'indirizzo <http://www.oecd.org/fr/finances/dette-publique/39354012.pdf>.

²⁷ Ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 (Legge 30 dicembre 2004, n.311), sono stati stipulati alcuni contratti derivati riferiti a mutui attivi nei confronti di enti pubblici, trasferiti al Tesoro dal bilancio della Cassa Depositi e Prestiti a seguito della trasformazione di quest'ultima in società per azioni (articolo 5 del Decreto-Legge n. 269 del 2003 -c.d. collegato alla Legge finanziaria per il 2004- convertito, con modificazioni, dalla Legge n. 326 del 2003). L'importo nozionale di tali contratti è di poco superiore al 2% dell'intero portafoglio di derivati del Tesoro, come si mostra in dettaglio nella Tabella III.11 (Capitolo III). Questi contratti non rientrano nella gestione del debito e pertanto non sono oggetto del presente Rapporto.

Pertanto, nel 2017 l'attività di gestione delle passività e dei rischi di tasso d'interesse si è focalizzata sulla ristrutturazione di transazioni già presenti nel portafoglio derivati, per le quali si riscontravano elementi di criticità insorti a seguito delle citate modifiche statistico-contabili. In particolare, l'obiettivo perseguito è stato principalmente quello di intervenire su *swaption* con esercizio previsto nell'anno, al fine di ridurre l'incremento di debito derivante dalla generazione degli *off-market swap* ad esse sottesi, come previsto dal nuovo schema contabile armonizzato europeo SEC 2010.

Modalità di attuazione dell'obiettivo di contenimento del costo del debito con attenzione al profilo costo/rischio

In relazione agli obiettivi prefissati, la strategia del Tesoro nel 2017 si è declinata come segue nelle due fasi in cui si articola la gestione del debito:

Le scelte di emissione dei titoli domestici ed esteri

In coerenza con quanto annunciato nelle Linee Guida 2017, in considerazione degli obiettivi in termini di vita media, *duration* e *average refixing period* sopra menzionati e in virtù dei risultati provenienti dall'analisi del *trade-off* costo/rischio, la politica di emissione per il 2017, considerati i maggiori volumi da offrire al mercato rispetto al 2016, doveva mirare a:

- a. calibrare le emissioni BOT in modo da ottenere uno *stock* di fine 2017 solo marginalmente più elevato di quello di un anno prima, mantenendo comunque inalterato il peso del comparto sul totale dei titoli di Stato, nonché assicurando la regolarità dei collocamenti a 6 e 12 mesi; sfruttare invece la flessibilità offerta dal ricorso ai BOT trimestrali o flessibili in caso di specifiche esigenze di cassa;
- b. ritornare a proporre il CTZ con periodicità mensile, con l'obiettivo di non discostarsi troppo dal rinnovo dei volumi in scadenza;
- c. aumentare moderatamente le emissioni di BTP a 3 e 5 anni per tener conto delle maggiori necessità del 2017, soprattutto incrementando lievemente il peso relativo del BTP a 3 anni;
- d. mantenere il livello dei volumi emessi sui BTP a 7 e 10 anni, in un contesto di regolarità dei collocamenti e compatibilmente con le condizioni della domanda;
- e. sulle scadenze nominali a più lungo termine, diversificare l'offerta in funzione dell'evoluzione della domanda, approfittando della disponibilità di quattro scadenze: 15, 20, 30 e 50 anni e reagendo con flessibilità all'emergere di domanda di qualità sugli *off the run* di tale comparto, nell'intento di mantenere una presenza significativa in questo mercato;
- f. mantenere continuità sulle emissioni di CCTeu sulla scadenza a 7 anni, incrementandone i volumi in emissione per tener conto delle scadenze dell'anno, senza però variarne significativamente il peso sullo *stock* complessivo a fine anno;
- g. aumentare le emissioni di BTP€i rispetto all'anno precedente, sempre tenendo conto delle condizioni della domanda e ripartendo l'offerta tra le

- varie scadenze, nella prospettiva di lanciare comunque un nuovo BTP€i a 10 anni;
- h. proporre il BTP Italia in due collocamenti, ritornando alla scadenza di 6 anni, al fine di incoraggiare il rinnovo delle considerevoli scadenze soprattutto da parte dell'investitore retail, con la prospettiva, in ogni caso, di un forte ridimensionamento del comparto, dato che il nuovo meccanismo di emissione in due fasi distinte consente di controllare adeguatamente gli ammontari finali collocati;
 - i. valutare, in relazione alle condizioni di mercato e condizionatamente alla disponibilità di un sistema di collateralizzazione per gli *swap* di copertura del rischio di cambio, la possibilità di tornare ad emettere a valere sul Programma Global, in particolare sul mercato del dollaro; valutare l'opportunità di continuare ad emettere titoli del programma MTN per soddisfare la domanda di primari investitori istituzionali, in risposta a richieste specifiche e con un costo di finanziamento inferiore rispetto a quello degli analoghi strumenti domestici, evitando altresì ripercussioni negative sulle normali emissioni in formato pubblico.

Le operazioni di gestione del debito successive all'emissione

Come già accennato, per conseguire gli obiettivi sopra richiamati a valere sul portafoglio di debito in essere, il Tesoro può fare ricorso anche ad operazioni straordinarie di concambio e riacquisto di titoli di Stato e ad operazioni in derivati.

I concambi e i riacquisti sono strumenti di gestione del debito pubblico volti a contenere il rischio di rifinanziamento, rimodulando il profilo delle scadenze e favorendo al contempo la liquidità e l'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato. A differenza dell'ordinaria attività di emissione, l'esecuzione di tali operazioni non segue un calendario prestabilito, ma dipende dalle specifiche esigenze del Tesoro e dalle condizioni di mercato. La partecipazione alle operazioni straordinarie è riservata agli Specialisti in titoli di Stato.

In dettaglio, le operazioni di concambio consistono nell'emissione di un titolo a fronte del contestuale riacquisto di uno o più titoli in circolazione. Si tratta quindi di uno scambio tra titoli di Stato di diversa scadenza, che può favorire il contenimento del rischio di rifinanziamento. Per tali operazioni il Tesoro si può avvalere del sistema d'asta della Banca d'Italia o del sistema telematico di negoziazione.

Le operazioni di riacquisto sono invece interventi attraverso cui il Tesoro rimborsa anticipatamente titoli di Stato in circolazione. Le risorse finanziarie utilizzate a tal fine possono essere prelevate dalle giacenze del Conto disponibilità o ricorrendo al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. L'esecuzione dei riacquisti può avvenire tramite asta in Banca d'Italia o attraverso operazioni bilaterali.

Nelle Linee Guida per il 2017 si citavano pertanto le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto tra gli strumenti a disposizione del Tesoro alla luce dell'elevata concentrazione di scadenze previste nel biennio 2018-2019 e, ove possibile, anche nel corso dello stesso 2017. Le Linee Guida precisavano inoltre che le operazioni di riacquisto avrebbero potuto realizzarsi anche direttamente sul

mercato regolamentato (come per le operazioni di concambio) e che sarebbero state anche mirate ad agevolare il processo di riduzione dello stock di debito in circolazione.

Infine, l'attività in derivati sarebbe consistita in una gestione attiva del portafoglio in essere, mirata a migliorarne la performance nel corrente contesto di mercato. Sarebbe stata altresì possibile la copertura di eventuali nuove emissioni in valuta estera tramite *cross currency swap*, condizionatamente alla completa definizione di un sistema bilaterale di garanzie.

I.4 MONITORAGGIO E GESTIONE DEL CONTO DISPONIBILITÀ MIRATI ALLA STABILIZZAZIONE DEL SALDO

Il Conto disponibilità per il servizio di Tesoreria

Il Tesoro, in collaborazione con la Banca d'Italia, gestisce la propria liquidità sulla base delle previsioni dei flussi di Tesoreria e delle relative giacenze. Tale gestione - denominata operatività OPTES - va anche incontro alle esigenze della BCE, che chiede di agevolare la politica monetaria attraverso un'efficiente previsione delle giacenze liquide detenute dalle istituzioni pubbliche presso le banche centrali nazionali dell'Eurozona.

In Italia, la liquidità in questione è custodita prevalentemente sul Conto disponibilità, il conto detenuto dal Tesoro presso la Banca d'Italia in cui sono registrati gli incassi e i pagamenti svolti nell'ambito del servizio di Tesoreria dello Stato. Il saldo di questo conto è, in sostanza, la sommatoria di tutti i conti aperti presso la Tesoreria²⁸. In linea con la normativa comunitaria, che vieta alle Banche centrali degli Stati membri di concedere qualsiasi forma di finanziamento ai governi, il Conto non può presentare saldi a debito.

Il saldo del Conto disponibilità si distingue per una forte volatilità, dovuta sia alla molteplicità di soggetti che movimentano fondi presso la Tesoreria dello Stato, sia alla rilevanza di alcuni flussi, che si ripetono ciclicamente, di norma con cadenza mensile. In particolare, sul lato degli incassi, si ha un forte impatto delle entrate fiscali, concentrate in pochi giorni nella seconda metà del mese, mentre tra i pagamenti si distingue l'erogazione delle pensioni, che avviene in prevalenza il primo giorno lavorativo del mese. Anche le emissioni e - ancor più - le scadenze dei titoli di Stato possono determinare ampie fluttuazioni del Conto stesso.

Tali criticità hanno fatto sì che anche per il 2017, in continuità con gli anni precedenti, il Tesoro perseguisse per la gestione del Conto disponibilità l'obiettivo di conseguire *“un'efficiente movimentazione delle giacenze liquide, in relazione alla strategia di emissione dei titoli di Stato, alle condizioni prevalenti sul mercato e ai vincoli imposti dalle disposizioni di politica monetaria”*.

²⁸ Per un dettaglio maggiore si veda il Decreto Ministeriale n. 51961 del 26 giugno 2015 concernente l'individuazione dei depositi governativi costituiti presso la Banca d'Italia, in attuazione dell'articolo 5, comma 5, del D.P.R. n. 398/2003.

L'operatività OPTES

La gestione della liquidità - o *cash management* - consiste in una operatività quotidiana volta ad assicurare un adeguato livello di disponibilità liquide, in relazione ai molteplici movimenti della Tesoreria dello Stato. Questa attività è strettamente legata alla gestione del debito pubblico e costituisce lo strumento di raccordo tra le emissioni di titoli e le fluttuazioni giornaliere del Conto disponibilità. Come detto, il *cash management* avviene nell'ambito della cosiddetta operatività OPTES, che consiste nel monitoraggio dei saldi e flussi di tesoreria e nello svolgimento di operazioni di mercato monetario.

Il monitoraggio si basa su un continuo scambio di informazioni tra la Banca d'Italia e il MEF (Ragioneria Generale dello Stato e Dipartimento del Tesoro - Direzione del debito pubblico), con dati preventivi e consuntivi relativi a tutti gli incassi e pagamenti che interessano i conti detenuti presso la Tesoreria dello Stato e con la conseguente stima del saldo del Conto disponibilità. Gli scambi informativi prevedono aggiornamenti ripetuti nel corso di ciascun giorno lavorativo, con la finalità di stimare il saldo del Conto di fine giornata; le previsioni sulla liquidità del MEF e della Banca d'Italia includono inoltre scenari di più lungo periodo, condivisi con cadenza settimanale, con un orizzonte temporale coerente con le esigenze di politica monetaria.

L'utilizzo di strumenti di *cash management* consiste invece in un'operatività svolta sul mercato monetario, tramite aste quotidiane ed eventuali operazioni bilaterali, con cui il Tesoro di norma impiega la propria liquidità. Le disponibilità attive del Tesoro si compongono, quindi, sia della liquidità giacente sul Conto disponibilità, sia della consistenza degli impieghi effettuati verso gli intermediari finanziari con le quotidiane operazioni di tesoreria OPTES.

Il contesto regolamentare per la gestione della liquidità nel 2017

Nel corso del 2017 la gestione della liquidità è avvenuta in ottemperanza ai principi stabiliti nella Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del MEF, e alle indicazioni contenute nelle Linee Guida della gestione del Debito Pubblico per il 2017. In particolare, nella Direttiva generale si prevedeva che il monitoraggio e la gestione del Conto disponibilità, mirati alla stabilizzazione del saldo, dovessero essere basati sull'attento esame dell'andamento del conto stesso, sull'utilizzo di strumenti di *cash management* e sul monitoraggio del rischio di credito connesso a tali operazioni, tenendo conto delle strategie di emissione dei titoli di Stato. Le Linee Guida, inoltre, indicavano l'obiettivo di mantenere una costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso una quotidiana operatività OPTES caratterizzata, prevalentemente, da aste o negoziazioni bilaterali di impiego della liquidità, con durata overnight o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato.

Non essendo intervenute modifiche al quadro normativo²⁹, per quanto attiene la gestione della liquidità, si è continuato a far riferimento al Decreto Cornice che rimanda sostanzialmente al decreto ministeriale del 25 ottobre 2011.

L'attività di *cash management* nell'anno in oggetto si è posta quindi in sostanziale continuità con l'anno precedente, in quanto permaneva il quadro regolamentare in vigore nel 2016 e si confermavano gli interventi di allentamento quantitativo promossi dalla BCE nel corso degli ultimi anni. L'operatività è stata principalmente orientata al contenimento degli effetti delle decisioni di politica monetaria che, tra l'altro, impongono una penalizzazione per i depositi governativi detenuti presso le banche centrali nazionali. Tali depositi sono assoggettati al tasso della *deposit facility*, se negativo, e al tasso EONIA per la sola quota che non eccede lo 0,04% del PIL (nel 2017 pari a 668 milioni per l'Italia). Anche il 2017 si prospettava dunque come un anno complesso per la gestione della liquidità, dovendo perseguire l'obiettivo di dare attuazione al contesto normativo delineato negli anni precedenti e, al tempo stesso, fronteggiando un mercato monetario di non facile interpretazione, con tassi stabilmente in territorio negativo da diversi anni.

²⁹ Per il dettaglio delle disposizioni in materia di gestione della liquidità si rinvia alle sezioni I.4 e IV.4 del Rapporto sul Debito Pubblico 2014 e alle medesime sezioni del Rapporto sul Debito Pubblico 2015.

Si vedano inoltre la Decisione BCE/2014/23 (https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf) e l'indirizzo BCE/2014/22 (https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0017_en_txt.pdf)

II. L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI NEL CONTESTO INTERNAZIONALE

II.1 LE POLITICHE MONETARIE E IL MERCATO MONETARIO DELL'AREA EURO

Le politiche monetarie dell'area euro

Il 2017 si è contraddistinto per il ritorno ad una crescita economica solida in tutti i Paesi dell'area dell'euro, nonostante il tasso di inflazione sia risultato ancora al di sotto del target fissato dalla BCE (inferiore ma prossimo al 2%), pur risultando in accelerazione rispetto all'anno precedente. Gli effetti dell'espansione economica e della risalita dell'occupazione non sono stati quindi tali da giustificare una correzione degli interventi di politica monetaria.

Infatti, nell'ultima riunione del 2016, il Consiglio direttivo della BCE aveva deciso di continuare gli acquisti previsti nell'ambito del programma APP (*Expanded Asset Purchase Programme*) ad un ritmo mensile di 80 miliardi di euro fino al marzo 2017, per poi proseguire almeno fino alla fine dell'anno ad un ritmo di 60 miliardi. Inoltre, nella stessa occasione, era stata confermata l'intenzione di lasciare invariati i tassi di riferimento della politica monetaria, fissati ai loro minimi storici. Tali decisioni sono state poi più volte confermate nelle riunioni del Consiglio direttivo svolte nel corso del 2017, in quanto è stato ritenuto *“necessario mantenere un grado molto elevato di accomodamento monetario per consentire l'accumularsi di spinte inflazionistiche di fondo e sostenere l'inflazione complessiva di medio periodo”*. L'espansione economica che andava rafforzandosi nel corso dell'anno e la risalita dell'occupazione, infatti, non erano accompagnate da un corrispondente rialzo dei prezzi tale da giustificare una correzione degli interventi di politica monetaria.

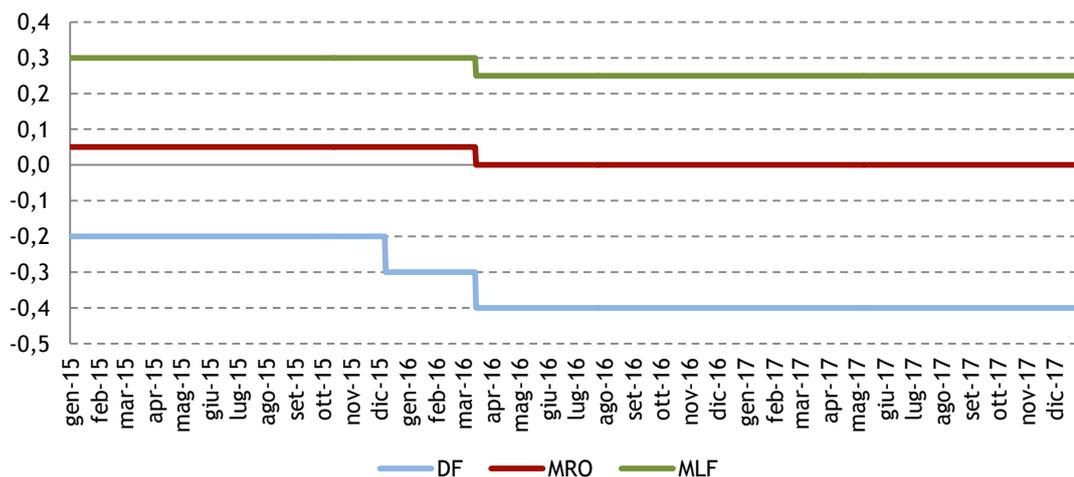
Nel mese di ottobre 2017 il Consiglio direttivo della BCE ha deciso una riduzione del suddetto programma di acquisti stabilendo che a partire dal gennaio del 2018 gli acquisti netti proseguiranno ad un ritmo di 30 miliardi di euro mensili, dai precedenti 60. Tuttavia, il Consiglio direttivo ha anche ribadito che, in caso le condizioni lo richiedessero, sarebbe stato pronto ad incrementare nuovamente l'importo degli acquisti mensili, confermando, inoltre, che il capitale rimborsato dei titoli in scadenza già detenuti in portafoglio sarà reinvestito nei titoli di debito dello stesso Paese per un lungo periodo di tempo. Nel corso della medesima riunione, la BCE ha confermato che le operazioni di rifinanziamento principale continueranno ad essere condotte con aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi richiesti almeno fino al 2019. Tale decisione, già ampiamente preventivata dagli operatori finanziari, non ha prodotto sostanziali mutamenti sul mercato monetario, sia in termini di variazione dei tassi a breve termine, sia in termini di mutamenti nella domanda e nell'offerta di liquidità sul

mercato. In occasione dell'ultima riunione dell'anno, la BCE ha poi confermato che il programma APP proseguirà al ritmo di 30 miliardi al mese fino alla fine di settembre 2018 o anche oltre se necessario. L'effetto complessivo di tutti gli interventi di espansione monetaria tuttora in atto è stato quello di incrementare ulteriormente la liquidità in eccesso rispetto alla riserva obbligatoria presente nell'Eurosistema - che a fine anno ha superato i 1.800 miliardi, contro i circa 1.200 miliardi di euro di fine 2016 - per effetto, principalmente, degli acquisti di titoli pubblici e della liquidità immessa nel sistema con le T-LTRO II¹ non ancora rimborsate. Complessivamente le varie misure di espansione monetaria hanno prodotto effetti diretti sui mercati finanziari, contribuendo a tenere bassi i principali tassi del mercato monetario e dei titoli di Stato e, come già detto, incrementando l'eccesso di liquidità presente nell'Eurosistema. A ciò si aggiungono effetti positivi indotti anche sul mercato del credito che, migliorando le condizioni di finanziamento per imprese e famiglie, ha sostenuto la crescita economica e il livello dei prezzi.

Il mercato monetario dell'area euro

Come detto, nel corso del 2017 i tassi di riferimento della politica monetaria non sono variati, rimanendo ancorati ai livelli decisi nella riunione del marzo 2016. Nello specifico, i tassi di interesse applicati sulle operazioni di rifinanziamento principale (*main refinancing operations*, MRO) permangono a 0%, i tassi per le operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal lending facility*, MLF) sono fissati a 0,25% e il tasso di deposito marginale (*deposit facility*, DF) è rimasto a -0,40%.

GRAFICO II.1: CORRIDOIO DEI TASSI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE 2015-17 (valori percentuali)

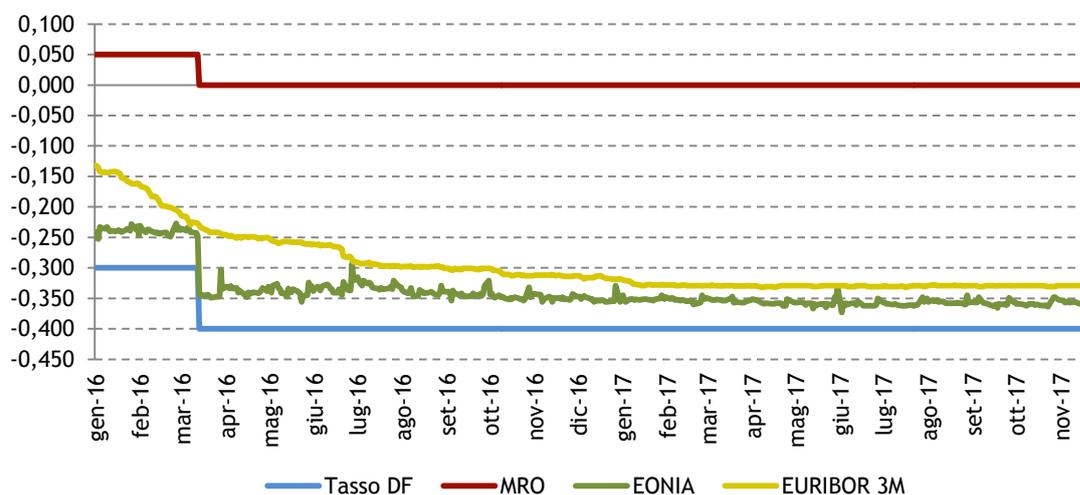


¹ Mediante le operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*, TLTRO) l'Eurosistema offre alle Banche finanziamenti con scadenze fino a quattro anni. Tali operazioni sono dirette a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenendo l'erogazione del credito bancario all'economia reale. Sono state condotte due serie di operazioni la prima delle quali, composta di otto aste (TLTRO-I), è stata annunciata nel giugno 2014; la seconda, composta di quattro operazioni (TLTRO-II), nel marzo 2016.

Anche i principali tassi del mercato interbancario sono rimasti praticamente invariati per tutto l'anno. Il tasso EONIA (*Euro OverNight Index Average*) che, come noto, in situazioni caratterizzate da un eccesso di liquidità si avvicina al tasso di *deposit facility* e si muove parallelamente ad esso, ha oscillato su livelli intorno a -0,35% per quasi tutto l'anno, ad eccezione di un anomalo incremento di circa 10 p.b. alla fine di novembre, rientrato nel giro di pochi giorni.

L'abbondante liquidità e la conferma da parte della BCE che i tassi sarebbero rimasti su valori storicamente bassi ancora per un lungo periodo di tempo hanno avuto un effetto sui tassi *EURIBOR (EUro Inter Bank Offered Rate)*, che si sono attestati su valori stabili e negativi per tutto il periodo considerato. Ad esempio, come si può osservare nel Grafico II.2, l'Euribor 3 mesi è rimasto costantemente intorno a -0,33% per l'intero anno.

GRAFICO II.2: ANDAMENTO DEI PRINCIPALI TASSI DEL MERCATO MONETARIO DEL 2017 (valori percentuali)



Nell'ambito del mercato monetario, sta diventando sempre più importante l'attività degli operatori sul mercato dei pronti contro termine, i cui tassi di riferimento sono anch'essi in territorio ampiamente negativo, e la cui dinamica è influenzata dall'abbondante liquidità e dai tassi ufficiali, oltre che dalla ricerca da parte degli operatori di *collateral* di elevata qualità.

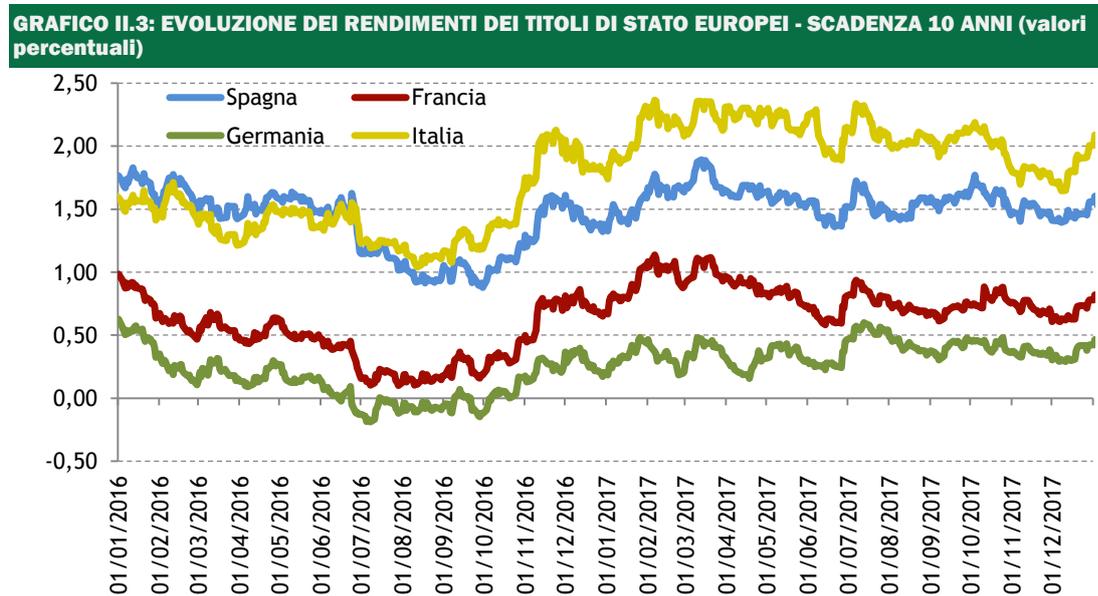
Come già evidenziato lo scorso anno, i tassi *Repo General Collateral* per i titoli emessi dai principali stati dell'area dell'euro si sono collocati per tutto l'anno su livelli negativi e - nel caso di Francia e Germania - addirittura su livelli ampiamente inferiori al tasso di deposito marginale. Nel 2017 ciò è avvenuto anche per il corrispondente tasso italiano, il quale si è anch'esso tenuto su valori pari o leggermente inferiori al tasso di deposito marginale, testimoniando come sul mercato monetario anche i titoli italiani vengono percepiti come *collateral* di buona qualità ed elevata liquidità.

II.2 I MERCATI OBBLIGAZIONARI DELL'AREA EURO

I mercati obbligazionari dell'area dell'euro nel corso del 2017 hanno manifestato un andamento largamente influenzato non solo dalla situazione macroeconomica europea, con i primi segnali di consolidamento della ripresa, ma anche dagli eventi geopolitici e dalla diversa evoluzione delle politiche monetarie adottate dai principali Paesi sviluppati. Il 2017 si apre in continuità con una tendenza che era già cominciata negli ultimi mesi del 2016 allorché si è assistito ad un primo processo di inversione nel trend di discesa dei rendimenti dei titoli sovrani nell'Area Euro. Tale aumento è stato, da un lato, ascrivibile alla aspettativa degli investitori, poi effettivamente concretizzatasi, circa la decisione del Consiglio direttivo della BCE di dicembre 2016 di procedere *de facto* ad un allentamento delle misure di politica monetaria non convenzionali attraverso un prolungamento, ampliamento atteso dal mercato, del programma di acquisti "APP", inizialmente previsto concludersi in Marzo 2017, fino a Dicembre 2017, ma ad un ritmo ridotto da 80 a 60 miliardi al mese. Dall'altro lato, hanno influito due fattori provenienti dagli Stati Uniti: le decisioni della Fed del dicembre 2016 infatti non hanno solo comportato un aumento dei tassi di 0,25 punti base, ma hanno anche fornito l'indicazione su possibili ulteriori tre rialzi nel corso del 2017, contro la generale aspettativa del mercato di due soli rialzi. Il mercato ha reagito a tali notizie con un incremento che si è verificato non solo per i *Treasury* statunitensi ma anche per i tassi di interesse europei, a partire da quelli sulle scadenze intermedie (2-5 anni). L'altro elemento, di carattere prettamente politico, proveniente dagli USA sono state le elezioni presidenziali del 9 novembre, che hanno innescato aspettative di maggiori stimoli di politica fiscale negli USA con conseguenti revisioni a rialzo sulle aspettative di crescita e di inflazione.

L'andamento dei tassi dei titoli governativi dell'area euro nella prima parte del 2017 (Cfr. Grafico II.3), in continuità con quanto stava già verificandosi nelle ultime settimane del 2016, ha visto un marcato incremento dei rendimenti che è stato accompagnato da episodi prolungati di elevata volatilità giornaliera (ed infra-giornaliera). Come accennato, il motivo per cui si è consolidato un *trend* di risalita dei tassi dei titoli governativi è da ricercare nell'aspettativa di una fase più accelerata di ritiro degli stimoli monetari negli Stati Uniti accompagnata da un ritmo di crescita dell'economia talmente sostenuto da innescare aspettative inflattive sopite da anni. Questo effetto, accompagnato da un netto miglioramento delle condizioni congiunturali, in America quanto in Europa, ha pertanto sostenuto un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato a partire dalla scadenze a 3/5 anni in poi. Per quanto riguarda, invece, l'incremento di volatilità e del premio per il rischio che si è osservato nei primi mesi del 2017, questi sono da ascrivere principalmente al contesto geopolitico interno: in Italia, all'esito del referendum costituzionale che ha portato alla formazione di una nuova compagine governativa con un chiaro orizzonte politico di più corto respiro; in Francia, all'approssimarsi dell'appuntamento per l'elezione del nuovo Presidente della Repubblica e successivamente del nuovo Parlamento. I maggiori rialzi si sono osservati sui titoli di Belgio, Italia e Spagna. Come si evince dal Grafico II.3, dall'agosto 2016 alla fine del primo trimestre 2017 il rendimento dei titoli

governativi europei è aumentato in media di oltre 50 punti base (nel caso dell'Italia anche di 100 punti base).



Naturalmente, anche il 2017, così come lo è stato il biennio 2015-2016, è stato caratterizzato dalle operazioni di *Quantitative Easing* della Banca Centrale Europea che, sebbene siano tornate ad un ritmo di acquisti netti mensili pari a 60 miliardi, rispetto agli 80 miliardi mensili oggetto di riacquisti fino a marzo, hanno contribuito a contenere i tassi di interesse su tutte le principali scadenze a medio-lungo termine, mentre su quelle molto brevi si è consolidato il profilo di tassi ampiamente negativi in virtù del livello del tasso sui depositi *overnight* della BCE fissato a -0,40 per cento fin dal marzo 2016. Va tuttavia specificato che, nel corso del 2017, la più ampia e sostenuta ripresa dell'economia europea ha posto le basi per un progressivo irrigidimento del tono della BCE verso una prospettiva di graduale riduzione di stimoli monetari, che si sono concretizzati in parte sia in occasione della riunione del Direttivo tenutasi il 9 marzo (quando il Presidente ha dichiarato che l'area dell'euro "non corre più rischi di deflazione" e non ha più ribadito il concetto che la BCE, se necessario, userà "tutti gli strumenti disponibili all'interno del proprio mandato" per il "raggiungimento dei suoi obiettivi"), sia durante il *meeting* del 8 giugno (quando dal comunicato è stato rimosso il riferimento alla possibilità di tassi "più bassi" rispetto ai valori correnti).

A partire dal secondo trimestre del 2017, i temi di fondo che hanno guidato i comportamenti degli investitori e l'andamento dei rendimenti dei titoli governativi europei sono cambiati radicalmente. L'esito delle elezioni presidenziali francesi ha prodotto un fortissimo riprezzamento dei titoli sovrani dell'eurozona, non solo francesi. Inoltre, in questo trimestre, oltre alla prosecuzione degli acquisti della BCE nell'ambito del programma PSPP, verso fine marzo è stata conclusa l'ultima delle operazioni TLTRO-II, uno degli strumenti di politica monetaria non convenzionale utilizzato dalla BCE per sostenere i prestiti delle banche al settore reale dell'economia. L'insieme di queste politiche ha

ulteriormente contribuito alla riduzione dei tassi, soprattutto nella parte breve della curva.

Successivamente, l'avvio del processo di *tapering*² da parte della FED e la conseguente normalizzazione della curva dei rendimenti americani, accompagnato da toni meno accomodanti della BCE che in Ottobre - oltre a comunicare la riduzione dell'ammontare mensile degli acquisti all'interno del programma PSPP da 60 a 30 miliardi di titoli al mese - è rimasta impegnata a contrastare un eccessivo apprezzamento dell'euro verso le altre principali divise, soprattutto il dollaro americano, hanno limitato la velocità e la linearità con cui i rendimenti, soprattutto sulle scadenze lunghe della curva, hanno proseguito nel loro corso di riduzione.

Ulteriori elementi all'attenzione degli investitori emersi nel secondo semestre sono stati la rapida risoluzione della crisi del Banco Popular Español, con l'acquisizione da parte di Santander, ed il proseguimento del processo di apprezzamento dell'euro. Sul finire del 2017 oltre ad un evento di natura politica come la crisi separatista spagnola e il successivo referendum, i mercati, ma soprattutto il settore bancario, sono stati influenzati in maniera significativa dalla pubblicazione delle linee guida della BCE in tema di crediti deteriorati (*non-performing-loans* o NPL). Per quelli nuovi, la BCE richiede livelli minimi di coperture prudenziali e comunque, a partire da gennaio 2018, una copertura completa dopo un massimo di 2 anni per quelli non garantiti (*unsecured*) e dopo un massimo di 7 anni per quelli garantiti (*secured*).

FOCUS

Dettagli sull'evoluzione del *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) nel corso del 2017

Il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) è il programma di acquisto di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali e agenzie pubbliche dei paesi dell'area dell'euro, nonché di istituzioni sovranazionali annunciato il 22 gennaio 2015 dal Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea³. Nella decisione di gennaio 2015, la BCE aveva stabilito un periodo di intervento almeno fino al settembre 2016, termine che è stato esteso sino a dicembre 2017 con la determinazione dell'8 dicembre 2016⁴. In tale sezione vengono rappresentate le principali modifiche al programma intervenute nel corso del 2017.

a) Con le decisioni di politica monetaria del 19 gennaio 2017⁵:

- Viene specificato che per quanto riguarda gli acquisti di titoli nel programma APP con un rendimento a scadenza inferiore alla *deposit facility* fissato dalla BCE (previsione contenuta nella decisione di politica monetaria dell'8 dicembre 2016), questi non riguarderanno i titoli che ricadono nel *Third Covered Bond Purchase Programme* (CBPP3), nell'*Asset-backed Securities Purchase Programme* (ABSPP) e nel *Corporate Sector Purchase Programme* (CSPP). Al contrario, i titoli acquistati nell'ambito del PSPP rientreranno in tale previsione, ma viene sottolineato come la priorità verrà data all'acquisto di titoli con un rendimento superiore al *deposit facility rate*.

² Nel descrivere l'attività della FED e della BCE, il termine *tapering* si riferisce al processo di riduzione graduale delle politiche monetarie non convenzionali ed in particolare dell'acquisto su larga scala (*Quantitative Easing*) di titoli di Stato o di altri *asset* finanziari allo scopo di fornire liquidità all'economia e stimolarne la crescita.

³ Per gli approfondimenti sull'introduzione del PSPP, l'impatto di mercato e le modifiche effettuate nel corso del 2015 e del 2016, si vedano i focus relativi all'interno dei Rapporti sul Debito Pubblico 2015 e 2016.

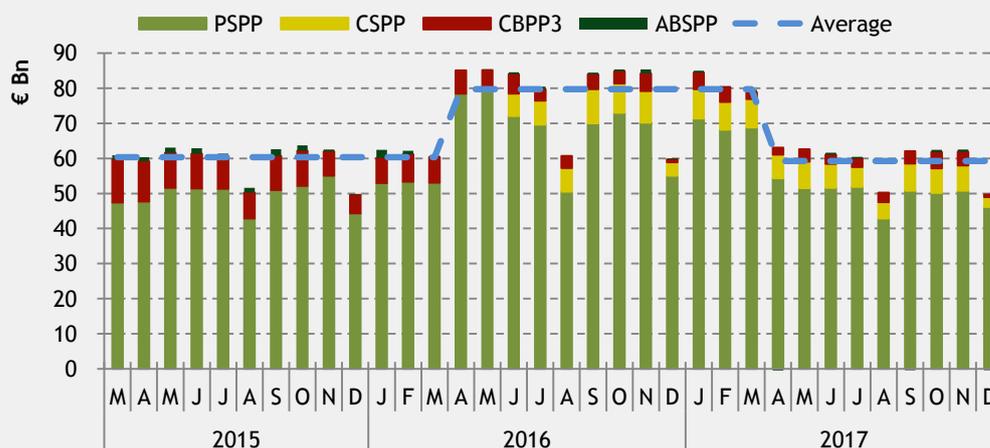
⁴ Una prima estensione del termine ultimo previsto per il Programma era inoltre già stata prevista con la determinazione del 10 marzo 2016, in cui la scadenza del programma era stata posticipata a marzo 2017.

⁵ http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/pr170119_1.en.html

b) Con le decisioni di politica monetaria del 26 ottobre 2017⁶:

- Il *Governing Council* stabilisce un'estensione della durata del piano di acquisti almeno fino alla fine di settembre 2018.
- Relativamente alla dimensione del programma di acquisti APP, viene annunciata la prosecuzione degli acquisti da parte della BCE al ritmo di 60 miliardi al mese fino alla fine del mese di dicembre 2017, mentre viene prevista una riduzione degli acquisti medi mensili da 60 a 30 miliardi di euro a partire dal 1° gennaio 2018 e fino alla fine di settembre 2018. Il Consiglio Direttivo della BCE si è definito ad ogni modo pronto ad incrementare il programma APP sia in termini di durata che di dimensione degli acquisti medi mensili nel caso in cui le condizioni sarebbero divenute meno favorevoli, o in cui le condizioni finanziarie si sarebbero mostrate incompatibili con un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, coerentemente all'obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2% nel medio termine. Il grafico seguente mostra l'evoluzione degli acquisti mensili netti avutasi dall'inizio del programma (marzo 2015):

FIGURA 1: ACQUISTI MENSILI NETTI A VALERE SUI PROGRAMMI APP



Fonte: elaborazione MEF su dati BCE

- Nella medesima decisione viene annunciato che, al fine di contribuire alla creazione di condizioni di liquidità favorevoli e di assicurare un'adeguata conduzione di politica monetaria, l'Eurosistema avrebbe reinvestito gli ammontari derivanti dalla scadenza delle attività investite nel programma APP per un periodo di tempo prolungato ed esteso oltre la scadenza del programma. Per quanto concerne i proventi derivanti dalla scadenza di titoli acquistati nell'ambito del PSPP, viene precisato che l'Eurosistema avrebbe reinvestito tali ammontari nell'acquisto di titoli pubblici emessi dallo stesso paese dei titoli in scadenza⁷; inoltre, tale operazione di reinvestimento sarebbe avvenuta in maniera flessibile e tempestiva, o direttamente nel mese stesso della scadenza o al più nei due mesi successivi, in base alle condizioni di mercato. Pertanto, gli acquisti medi

⁶ <http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.en.html>

⁷ Per quanto invece concerne il Programma di Acquisti in vigore per il Settore Privato, viene sottolineata l'assenza di una rigida connessione tra il paese con volumi in scadenza e paese di destinazione dei reinvestimenti, in quanto gli acquisti si dichiarano indirizzati largamente verso la capitalizzazione del mercato dei titoli *eligible*.

mensili avrebbero potuto subire significative oscillazioni a seconda delle tempistiche scelte per i reinvestimenti.

Per quanto riguarda l'attività svolta dalla BCE nell'ambito del PSPP sul mercato dei titoli di Stato italiani, nel 2017 il volume dei titoli di Stato italiani acquistati è stato pari a 117,120 miliardi di euro. Inoltre, dall'inizio del programma a fine 2017 il volume dei titoli italiani complessivamente acquistati dalla BCE risulta essere stato pari a 326,727 miliardi di euro⁸. Infine, lo stock di titoli italiani in possesso della BCE, al 31 dicembre 2017, presentava una vita media pari a 8,11 anni.

II.3 L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI

L'evoluzione della curva dei rendimenti

La dinamica dei tassi di rendimento dei titoli di Stato italiani (Grafico II.IV) nel 2017 è stata influenzata non solo dagli eventi geopolitici internazionali menzionati nel precedente capitolo, ma anche da fattori idiosincratici dei quali si darà di seguito una breve illustrazione, ed in particolare dall'evoluzione dello scenario politico ed economico.

Lo scenario politico nazionale già sul finire del 2016 ha iniziato a mutare radicalmente. I timori circa l'eventuale caduta dell'allora Governo in carica, in seguito ad un rapido aumento, nei sondaggi, dei consensi intorno ad un rigetto della riforma costituzionale ed il contestuale rischio di una successiva fase di stallo e di ingovernabilità, hanno portato gli investitori a limitare ulteriormente l'esposizione verso l'Italia, in alcuni casi alleggerendo posizioni su titoli precedentemente acquisite, in altri facendo mancare il supporto nelle fasi di discesa dei corsi dei titoli. Questo scenario ha trovato poi conferma nei primi mesi del 2017, con la successione di Gentiloni a Renzi in qualità di Presidente del Consiglio dei Ministri. Una delle prime sfide che il nuovo Governo ha dovuto affrontare sono state le conseguenze della riduzione di un *notch*⁹ - da A (low) a BBB (high) - della valutazione del merito creditizio del Paese da parte dell'agenzia di *rating* DBRS, nel mese di gennaio. Tale decisione ha avuto, tra l'altro, un impatto anche sulle garanzie che le banche italiane devono fornire alla Banca centrale europea, aumentando l'*haircut*¹⁰ che la BCE pratica sui titoli di Stato italiani dati in garanzia dalle banche quando chiedono liquidità. Alcuni dei motivi sottostanti la decisione dell'agenzia di *rating*, percepiti anche più ampiamente dagli investitori, sono stati i rischi circa il mancato proseguimento dell'azione nell'ambito delle riforme strutturali, l'elevato livello di NPL del sistema bancario e il rischio di mancato sostegno alla crescita economica.

⁸ Tali importi sono espressi in termini di controvalore.

⁹ Le valutazioni delle agenzie di *rating* sono espresse in valori alfanumerici che descrivono il posizionamento della valutazione stessa lungo i livelli di una scala di affidabilità creditizia. Un *notch* equivale ad un livello di differenza tra due valutazioni.

¹⁰ Nel contesto dell'operatività della BCE con controparti bancarie, l'*haircut* è la riduzione del valore degli *asset* operata dalla BCE ai fini del calcolo del valore delle garanzie ricevute dalla BCE a fronte della liquidità accordata alle Banche stesse. A titolo d'esempio, un *haircut* del 20% comporta che a fronte dell'offerta in garanzia di titoli per un valore di 100 la liquidità accordabile sia pari ad 80. Gli *haircut* praticati dalla BCE si basano su parametri predeterminati che, per quanto riguarda il rischio di credito, considerano il *rating* rilasciato da 4 agenzie (Moody's, Standard & Poor's, FitchRatings e, appunto, DBRS).

Tuttavia, dopo un periodo di forte risalita dei tassi cominciato negli ultimi mesi del 2016 in concomitanza con l'appuntamento referendario, l'andamento dei rendimenti, su tutto lo spettro della curva, dalla parte più breve a quella ultralunga, ha fatto segnare un ritracciamento, riportando a fine gennaio il rendimento del BTP decennale in area 1,7%, dopo aver superato per diverse sedute di mercato anche il 2%.

Nei mesi successivi, il mercato ha risposto soprattutto a sollecitazioni politiche provenienti dalle imminenti elezioni presidenziali francesi. Vi era infatti una diffusa percezione tra gli investitori che potessero affermarsi partiti anti-UE. Questo ha provocato non solo un rialzo dei rendimenti, in Italia come in tutti gli altri Paesi Europei, ma anche un ritorno della volatilità, compresa quella infragiornaliera. Il rendimento del titolo decennale *benchmark* ha raggiunto rapidamente il tasso del 2,4% circa, e, seppur con le menzionate oscillazioni che hanno fatto seguito ad ogni nuova notizia o sondaggio circa le intenzioni di voto degli elettori francesi, è rimasto su tali livelli per diverse settimane fino allo svolgimento delle elezioni, il cui risultato è stato accolto positivamente dagli investitori. Tuttavia, mentre i livelli assoluti dei rendimenti e gli *spread* si sono ridotti per tutti i Paesi europei, in Italia tale riduzione si è manifestata in modo più contenuto. Nonostante si fossero iniziati ad intravedere i segnali di una ripresa economica più solida del previsto (sia tramite gli indicatori di produzione economica sia quelli anticipatori di fiducia delle imprese e dei consumatori), tali da portare le principali istituzioni italiane ed internazionali a rivedere le loro previsioni per l'anno in corso, e sebbene il nuovo Governo in carica avesse avviato o portato a compimento misure ritenute necessarie dalla Commissione Europea e dai principali attori economici di rilievo per rimuovere alcune criticità del sistema economico italiano (quali ad esempio il DDL sulle procedure fallimentari e il DL sulla tutela del risparmio ed a supporto del settore creditizio), tra gli investitori hanno continuato a pesare maggiormente gli elementi di incertezza politica. Incertezza che è stata determinante anche per l'agenzia di *rating* Fitch quando il 21 aprile ha deciso di ridurre la propria valutazione del merito creditizio della Repubblica da BBB+ a BBB.

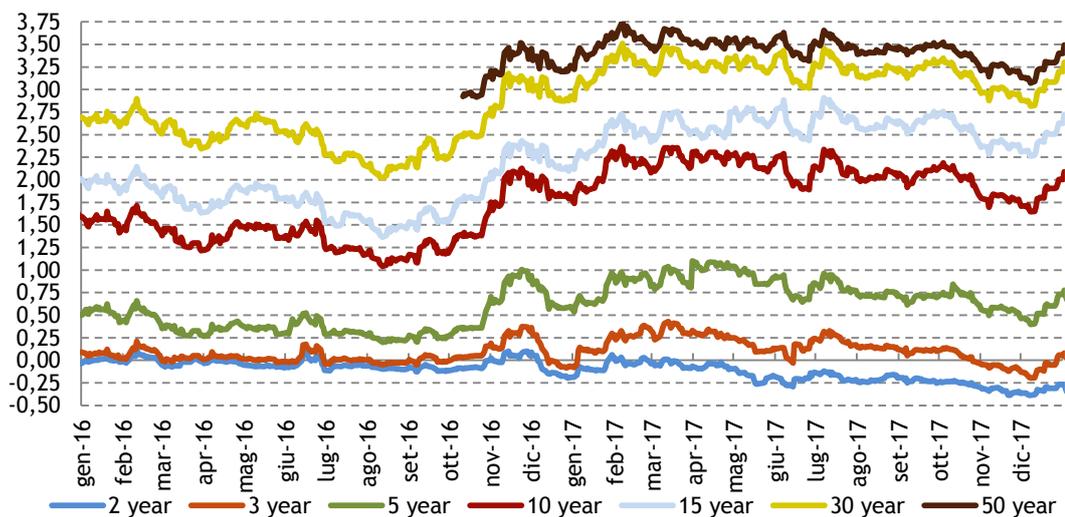
Dopo alcune sedute di forte *rally* del mercato nei primi giorni del mese di giugno (probabilmente basate su aspettative degli operatori circa un allontanamento del momento in cui la BCE avrebbe avviato il processo di normalizzazione della sua politica monetaria e grazie anche al salvataggio del Banco Popular da parte di Santander), nelle quali il decennale italiano si è portato all'1,9%, livello minimo che non registrava da circa 5 mesi, la curva dei rendimenti italiana ha ripreso un sentiero di innalzamento molto sostenuto, fino a riportare il tasso decennale sui massimi dell'anno in area 2,3% circa. Si è trattato di un periodo in cui gli investitori erano preoccupati della situazione bancaria italiana, ed in particolare delle banche venete (per le quali il Governo ha lavorato per porre in essere una soluzione a tutela dell'intero sistema del risparmio) e della Banca MPS (nuovo piano aziendale).

Dal mese di luglio in poi, il mercato italiano ha ripreso un tono più favorevole fino alla fine dell'anno, con un *trend* di medio periodo di discesa dei tassi, fino a raggiungere il minimo verso metà dicembre, con il titolo decennale *benchmark* che si è attestato sull'1,65%. Vari sono stati i fattori a supporto di tale cambiamento: innanzitutto, la diffusione di dati economici relativi alla produzione

industriale particolarmente incoraggianti e migliori delle aspettative; in secondo luogo, l’approvazione da parte della Commissione Europea del piano di ricapitalizzazione precauzionale del MPS con la successiva accettazione del piano di ristrutturazione; l’approvazione, da parte del Parlamento, della legge per il salvataggio delle due banche venete; infine, un contributo fondamentale al contenimento dei tassi sui titoli di Stato è da attribuire al graduale miglioramento della percezione del rischio di credito dell’Italia per via dell’evoluzione positiva del contesto macroeconomico e della finanza pubblica, con un deficit in progressiva riduzione ed un rapporto debito/PIL sostanzialmente stabilizzato¹¹. Coerentemente con questi dati, che segnalavano un chiaro rafforzamento dei fondamentali dell’economia, l’agenzia di *rating* Standard and Poor’s nel mese di ottobre ha innalzato di un *notch* il *rating* dell’Italia con *outlook* stabile, e questo ha dato luogo a dei primi effetti positivi, anche sul tono della domanda da parte di investitori stranieri, inclusi quelli asiatici.

Quale fattore che ha contribuito al tono positivo del mercato nell’ultimo trimestre si può menzionare anche la circostanza che il Tesoro nel mese di ottobre, con diversi mesi di anticipo, aveva praticamente raggiunto i suoi obiettivi di *funding* per l’intero 2017. Questo ha consentito di alleggerire i ritmi di emissione mensili e intraprendere una regolare e continua attività di operazioni di concambi e *buyback*, con l’obiettivo di iniziare a ridurre il peso delle scadenze per il 2018 e, marginalmente, per gli anni successivi. Le ultime sedute dell’anno, in un mercato già condizionato da scarsa liquidità per la minore partecipazione degli operatori e per la chiusura anticipata delle posizioni sui libri delle banche, sono state condizionate anche dall’annuncio delle elezioni politiche per il 4 marzo 2018, che ha riacceso i timori per la stabilità politica e dunque penalizzato i rendimenti dei BTP.

GRAFICO II.4: TASSI DI MERCATO SUI TITOLI DI STATO – 2-3-5-10-15-30-50 ANNI (valori percentuali)



¹¹ Vedasi Capitolo III.

Nel corso del 2017, tutti i tassi del segmento di scadenze fino a 2 anni sono rimasti stabilmente ed ampiamente in territorio negativo. Rispetto al 2016, quindi, lo spettro di scadenze in area negativa si è estesa dai dodici mesi fino ai 24 mesi, con *trend* decrescenti, fino a raggiungere un minimo verso metà dicembre con un rendimento del titolo con vita residua pari a due anni di circa -0,35%. In questo tratto di curva, quindi, l'andamento dei tassi è rimasto strettamente ancorato a quello dei tassi di riferimento fissati dalla BCE. Per quanto riguarda la scadenza a tre anni, il differenziale tra il punto della curva con scadenza triennale e il titolo a due anni nel 2017 si è progressivamente allargato, fino a raggiungere un livello di circa 35/40 punti base; tale misura appare abbastanza significativa, soprattutto se paragonata al 2016, in cui lo *spread* relativo tra i due punti era di pochi punti base. Tale differenziale è rimasto inalterato per tutto l'anno, salvo restringersi leggermente verso il mese di dicembre, quando anche il punto della curva con scadenza triennale è entrato in territorio di tassi negativi.

Analogamente, anche il punto della curva con scadenza a 5 anni ha mostrato segni di debolezza, iniziati già nel momento più acuto di volatilità sul finire del 2016, con il rendimento che è passato in poche sedute di mercato dallo 0,25% all'1,00%. Nel corso dell'anno, si è mantenuto sempre vicino a questi livelli salvo poi recuperare, come tutti gli altri punti della curva, nella seconda metà dell'anno, per attestarsi a fine 2017 sullo 0,75%.

Il punto decennale della curva, quello di riferimento per gli investitori domestici ed internazionali, anche nel 2017 ha mostrato come l'anno precedente un'evoluzione tendenzialmente in linea rispetto al punto a 5 anni, evidenziando mediamente uno *spread* tra le due scadenze intorno a 130 punti base.

Dall'analisi della pendenza della struttura a termine dei tassi italiani su tutto il tratto 2-10 anni (Cfr. Grafico II.5), si nota come questa, già a partire dalle ultime settimane del 2016, per i fattori politici già ampiamente descritti nel paragrafo precedente, abbia registrato un repentino aumento, passando da circa 145 punti base di fine ottobre 2016 fino a toccare i massimi verso metà 2017 intorno ai 240 punti base. Successivamente, quando si sono allentate le tensioni sui titoli governativi italiani nella seconda metà dell'anno, la pendenza in questione è lievemente ritracciata verso i 210 punti base per poi chiudere il 2017 nuovamente vicino ai massimi intorno a 235 punti base.

Dall'andamento della pendenza della curva nel tratto 2-10 anni risulta evidente, quindi, come l'azione della BCE, soprattutto nel mantenere le aspettative dei tassi di riferimento su livelli "*bassi per un periodo prolungato di tempo e comunque ben oltre la fine del programma di acquisti*", abbia influito positivamente soprattutto sulla parte breve della curva, che è restata ben ancorata su tassi negativi, mentre le tensioni di varia natura che hanno colpito il nostro mercato si sono riversate principalmente sul punto decennale rispetto a quello a due anni.

GRAFICO II.5: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 10 ANNI VS 2 ANNI (punti base)

Anche nel 2017, il comportamento del tratto a lungo termine della curva dei rendimenti italiani ha continuato il suo andamento sostanzialmente positivo, in corso fin dal 2015, anche grazie anche all'inclusione dei titoli fino alla scadenza trentennale nel programma PSPP. Infatti, sebbene il tasso del titolo *benchmark* trentennale sia passato da un livello di inizio 2017 vicino al 3% a livelli pari al 3,50% per tutto il primo semestre, il differenziale di rendimento rispetto al decennale in tale periodo si è mantenuto pressoché costante intorno ai 110 punti base, se non in leggera diminuzione.

GRAFICO II.6: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 30 ANNI VS 10 ANNI (punti base)

Da giugno in poi, l'andamento positivo del punto decennale della curva, testimoniato dall'andamento dello *spread* sul *Bund* - che è passato dai circa 200 punti base a circa 160 punti base, con un minimo a metà dicembre di circa 130 punti base - non è stato accompagnato da una *performance* di uguale intensità

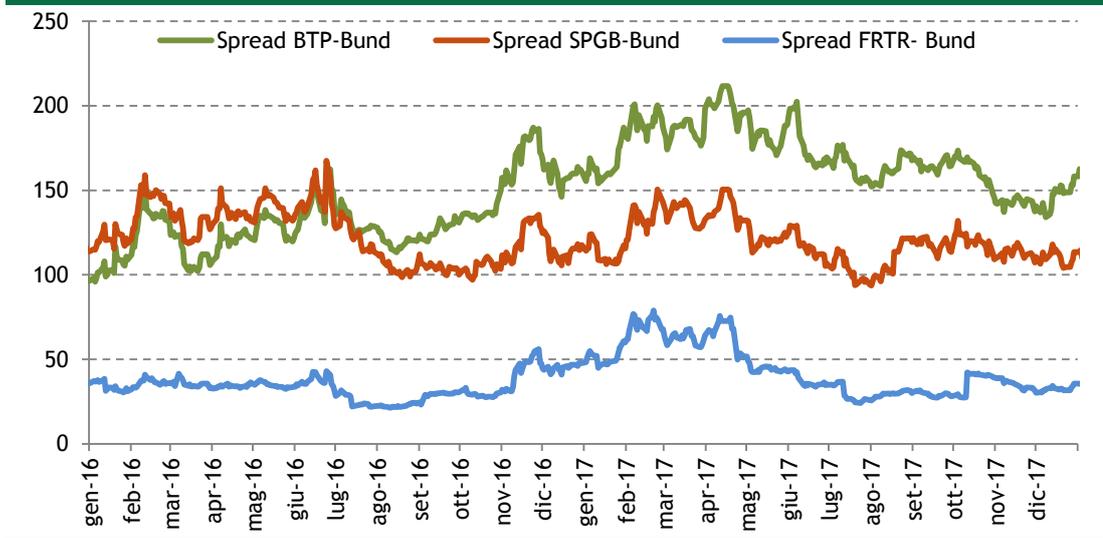
anche da parte del punto trentennale della curva. Infatti il tasso del *benchmark* trentennale si è ridotto dal 3,50% al 3,30% circa (dopo aver toccato il minimo di 2,75% a metà dicembre), mentre la pendenza del tratto 10-30 si è gradualmente riportata dai 110 ai 120 punti base di inizio anno.

La robustezza del tratto lungo della curva italiana è indubbiamente un elemento che ha permesso al Tesoro di continuare anche nel 2017 ad emettere quantitativi importanti senza creare distorsioni o disequilibri tra offerta e domanda. In particolare, come si può notare nel Grafico II.7, anche la pendenza nel tratto di curva tra il 30 ed il 50 anni è stata particolarmente resiliente, registrando nel corso di tutto il 2017 persino una leggera diminuzione dai già contenuti livelli di inizio 2017 (circa 30 punti base), per chiudersi a fine anno a circa 20 punti base.

GRAFICO II.7: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 50 ANNI VS 30 ANNI (punti base)



L'andamento del differenziale (*spread*) tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (Grafico II.8), come menzionato in precedenza, ha mostrato un profilo che in parte è confrontabile con quello dei tassi di rendimento assoluti ed in parte presenta dei profili specifici dovuti alla diversa percezione del rischio relativo tra i due paesi. Infatti, nella prima parte dell'anno, l'instabilità politica italiana, i problemi del sistema bancario italiano e la volatilità indotta dall'incertezza circa l'esito delle elezioni francesi con i suoi effetti di *spillover* sugli altri paesi *non-core* dell'area dell'euro, ha fatto sì che lo *spread*, così come i tassi assoluti della curva italiana, aumentassero in misura pressoché simile. Viceversa, nella seconda parte dell'anno, si è registrato un recupero dello *spread* rispetto ai titoli *benchmark* dell'area decennale tedesca maggiore rispetto alla riduzione dei rendimenti assoluti. Questo perché in aggiunta alla già menzionata riduzione percepita dagli investitori di alcuni fattori di rischio, i tassi assoluti dei titoli tedeschi hanno continuato un lento ma ininterrotto trend di aumento passando dallo 0,20% a circa lo 0,50% causato principalmente da ulteriori aspettative di accelerazione dell'economia tedesca.

GRAFICO II.8: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND, OAT-BUND e BONOS-BUND BENCHMARK 10 ANNI (punti base)

L'andamento del mercato secondario

Premessa generale

Nel 2017 il mercato secondario dei titoli di Stato è stato influenzato non solo dagli eventi economici e politici nazionali ed internazionali precedentemente menzionati, ma anche da fattori specifici del contesto economico e politico italiano, nonché da elementi propri dell'architettura del mercato italiano (il ruolo del *Market Making*, il funzionamento del mercato *Future*, il contributo del mercato *Repo* e degli *strip*) e delle interrelazioni con il mercato primario (regolarità e continuità di emissioni su titoli *benchmark* su più punti della curva).

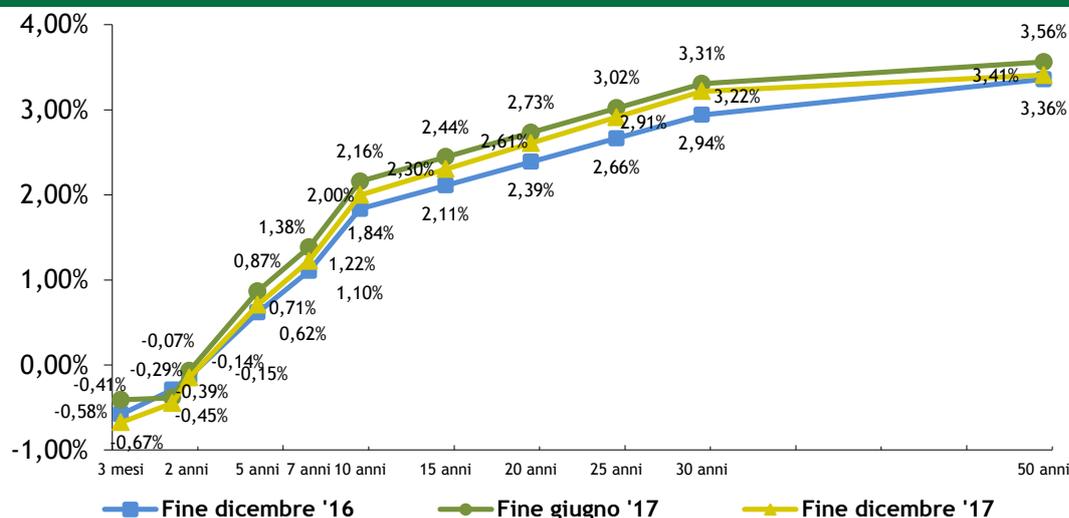
Non va infine trascurato il ruolo che ha svolto anche nel 2017 la BCE, attraverso il suo programma di acquisto di titoli governativi, caratterizzato da modalità di acquisto regolari, prevedibili, sufficientemente trasparenti ed estese a tutto il profilo di scadenze della curva governativa fino al punto trentennale includendo, a partire dal 2017, i titoli con vita residua superiore ad un anno, in luogo dei due precedentemente in vigore. La BCE, principalmente tramite le banche centrali nazionali, ha svolto questa attività anche nel 2017 con estrema efficacia, sia pure riducendone, dal mese di aprile, il volume mensile complessivo da 80 a 60 miliardi di euro: infatti, non si sono riscontrate situazioni di scarsità di titoli tali da compromettere la liquidità del mercato secondario, anche grazie alla presenza del meccanismo di *Repo facility*¹².

Come si evidenzia nel successivo Grafico II.9, ciò ha sostenuto la domanda di titoli a lungo termine, comprimendo ai minimi storici i tassi a breve. Si è pertanto prodotto un irripidimento della curva dei rendimenti di titoli di Stato italiani, particolarmente marcato nella prima metà dell'anno, leggermente attenuatosi in

¹² Le *Repo facility* sono le operazioni di politica monetaria basate su pronti contro termine.

seguito, ma non nel comparto a più breve termine, dove i tassi negativi hanno continuato a ridursi.

GRAFICO II.9: CURVA DEI RENDIMENTI SUL MERCATO SECONDARIO



Di seguito vengono rappresentati alcuni aspetti peculiari che si sono osservati sul mercato secondario dei titoli di Stato nel corso del 2017.

E' proseguito quel fenomeno, già osservato nel 2016, che vede titoli con scadenza ravvicinata ma con cedola molto diversa registrare performance differenti, soprattutto nel tratto di curva a partire dal punto decennale in poi. Si tratta del cosiddetto fenomeno di dislocazione tra titoli *high-* e *low-coupon* per i quali, specialmente durante le fasi prolungate di avversione al rischio, gli investitori prediligono titoli a bassa cedola in quanto richiedono un minor investimento, a parità di valore nominale negoziato, rispetto ai titoli ad alta cedola. Questo fenomeno, in alcuni casi non isolati, si è tradotto anche in una rinnovata e più dinamica attività riscontrabile sul mercato dei titoli *strip*¹³ che, per definizione, sono titoli *zero coupon* e quindi ricercati proprio per avere un prezzo di mercato sotto la pari.

Un altro fenomeno particolarmente pronunciato che si è osservato nel corso del 2017, è stata la larga influenza sul corso delle quotazioni dei titoli governativi italiani da parte del mercato *Future*, il quale viene adoperato dagli operatori, sia *dealers* che investitori istituzionali, per "neutralizzare" il rischio riveniente dalle loro posizioni lunghe non solo su titoli di Stato italiani ma anche sugli altri Paesi altamente correlati con l'Italia come la Spagna, o raramente anche il Portogallo.

¹³ Sono titoli che si originano esclusivamente sul mercato secondario attraverso la separazione di cedole e mantello (la quota capitale del titolo stesso), che assumono quindi una loro autonomia e vengono negoziati separatamente. Da precisare che tale operatività non comporta alcun effetto per l'emittente (il Tesoro), che corrisponde interessi e capitale alle scadenze dovute sul titolo originario senza modifiche alla procedura ordinaria.

Il mercato all'ingrosso *interdealer* ed il relativo contributo degli Specialisti in titoli di Stato

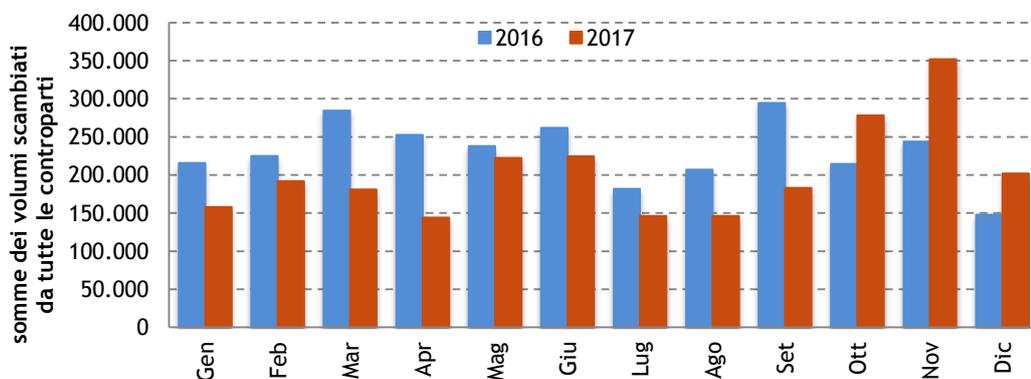
La piattaforma regolamentata MTS Italia, in cui operano esclusivamente *dealer* e *market maker* (cosiddetto mercato *interdealer*), è quella su cui il Tesoro attualmente monitora e valuta l'attività degli Specialisti in titoli di Stato sul mercato secondario all'ingrosso, e come tale rappresenta il punto di riferimento per analizzare le evoluzioni di questo segmento di mercato.

Il segmento a pronti

I volumi negoziati sulla piattaforma hanno registrato un andamento piuttosto volatile nel corso dei diversi mesi del 2017 e, rispetto al 2016, hanno fatto registrare una discreta riduzione, particolarmente evidente nei primi tre trimestri dell'anno (rispettivamente -27%, -21% e -30% rispetto al corrispondente trimestre dell'anno precedente) con un recupero di oltre il 37% nell'ultimo trimestre (sempre rispetto allo stesso trimestre del 2016). Pertanto, la dinamica dei volumi scambiati su MTS nel 2017 è stata per certi versi opposta a quella riscontrata nel 2016, quando gli effetti di instabilità politica e delle crisi bancarie avevano avuto ripercussioni nell'ultimo trimestre dell'anno. Per il 2017 invece, come ampiamente descritto in precedenza, l'avvio è stato piuttosto difficile per le irrisolte questioni politiche interne ed europee, mentre gli ultimi mesi dell'anno sono stati alquanto brillanti per effetto sia della forte ripresa economica - accompagnata anche dal miglioramento della valutazione del merito creditizio da parte di Standard and Poor's - sia per il dissiparsi dell'incertezza che si era addensata sul mondo bancario (Graf. II.10). I volumi assoluti scambiati nell'ultimo trimestre 2017 sono stati pari a oltre 415 miliardi di euro, valori che non si registravano da prima della crisi del debito sovrano, a testimonianza del rinnovato interesse per i titoli di Stato italiani da parte degli investitori i quali probabilmente hanno incrementato le posizioni nei loro portafogli che fino a quel momento avevano sottopesato titoli di Stato italiani.

Complessivamente, comunque, i volumi negoziati sul mercato *interdealer* nel 2017 si sono attestati su un valore di circa 1.200 miliardi di euro, di circa il 12% inferiore rispetto al 2016 e sostanzialmente in linea con i volumi complessivamente scambiati nel 2015.

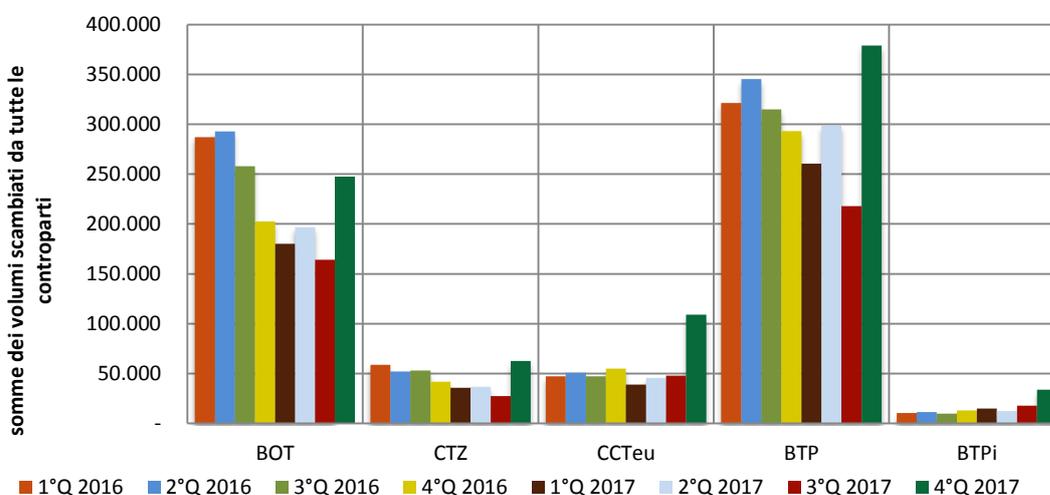
GRAFICO II.10: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS (milioni di euro)



Nell'ambito dei vari comparti (Graf. II.11) - se si fa eccezione per i CCTeu e i BTP€i - si è registrato un decremento che per i BTP si è attestato lievemente sotto il 10%, mentre per BOT e CTZ su livelli superiori al 20%. Il comparto BTP€i nel 2017 ha fatto registrare ottime *performance* in termini di volumi scambiati, con un incremento rispetto al 2016 di oltre il 75%. Le ragioni di tale andamento sono da ricercare non solo nel progressivo miglioramento delle aspettative di inflazione, ma anche nel supporto che la BCE ha trasmesso al segmento, che nel biennio precedente aveva registrato livelli di attività molto modesti, tramite il suo programma di acquisti PSPP. Anche il CCTeu, sebbene con un'intensità decisamente inferiore, ha registrato una crescita dell'interesse da parte degli investitori, pari a +20% circa su base annua. Questa *performance* in termini di volumi è abbastanza naturale in contesti in cui gli investitori tendono a mantenere posizioni neutrali o avverse al rischio ed al merito creditizio italiano, grazie alle caratteristiche difensive e alla ridotta volatilità presentata dal titolo, e in generale da tutti i titoli *floaters*. L'andamento infrannuale dei vari segmenti ricalca l'andamento dei volumi complessivi, con volumi in calo su tutti i comparti (fatta eccezione del comparto BTP€i) nel primo trimestre, una leggera ripresa nel secondo trimestre e poi nuovamente un calo abbastanza pronunciato nel terzo nei comparti brevi del BOT e CTZ e nel comparto BTP. L'ultimo trimestre, così come evidenziato nell'analisi dei volumi complessivi, è stato eccezionalmente positivo per tutti i settori analizzati, con una variazione rispetto al trimestre precedente pari ad oltre il 75% sulla totalità dei titoli di Stato (oltre il 37% in confronto allo stesso trimestre del 2016).

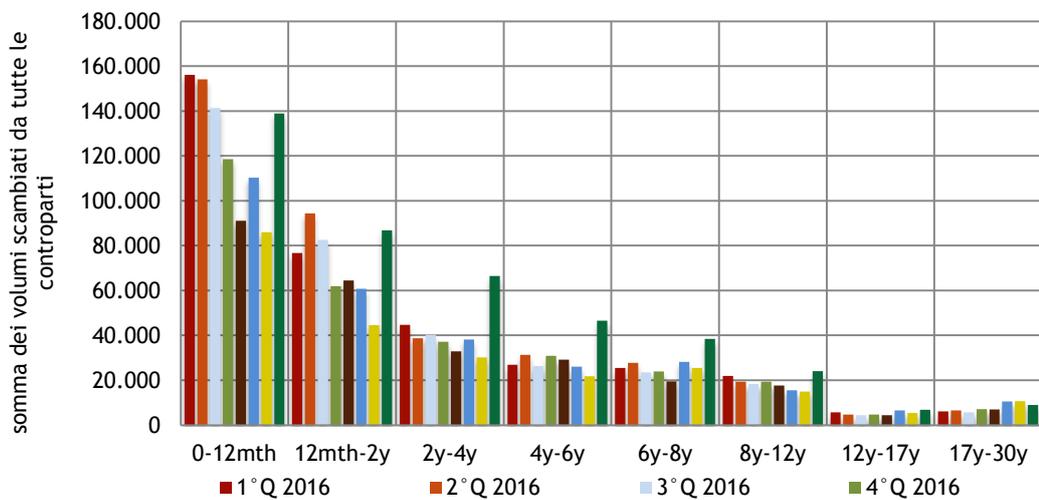
Nel corso del 2017 il mercato *interdealer* dei titoli governativi italiani si è confermato, nonostante il calo dei volumi scambiati, un mercato ampiamente liquido ed efficiente, pur non mancando diverse occasioni o fasi di mercato particolarmente critiche caratterizzate da rapidi prosciugamenti della liquidità, fenomeno quest'ultimo che conferma come la presenza continua della BCE attraverso il *QE* non abbia fundamentalmente alterato il processo di *price discovery* e degli equilibri del mercato, risultando quindi sostanzialmente neutrale rispetto ai naturali processi di formazione del prezzo.

GRAFICO II.11: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SU MTS, DISTINTI PER COMPARTO (milioni di euro)



Andando a svolgere un’analisi per scadenza dei titoli scambiati, si può affermare che, nel corso del 2017, il calo dei volumi nei primi tre trimestri dell’anno si è concentrato nei comparti a breve e brevissima scadenza (quindi BOT, CTZ ed in parte anche il segmento BTP con scadenza residua fino ai due anni), mentre i titoli nominali ed indicizzati all’inflazione, nonché i CCTeu, con vita residua oltre ai due anni hanno registrato volumi sostanzialmente invariati, o solo in leggerissima riduzione per quelli compresi tra i due ed i sei anni. Situazione completamente rovesciata nell’ultimo trimestre dove, come detto, i volumi sono letteralmente balzati su tutti i segmenti fino all’area 12 anni, sebbene le variazioni in aumento siano state più elevate nei comparti più brevi della curva.

GRAFICO II.12: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS PER SCADENZA (milioni di euro)



Va tuttavia specificato che, nel secondo trimestre, il buon andamento degli scambi sui titoli con vita residua tra i 4 e gli 8 anni è da attribuire anche all’ampia partecipazione delle banche all’ultima operazione TLTRO condotta dalla BCE, a seguito della quale parte della liquidità è stata utilizzata per investimenti in titoli di Stato con durata almeno pari a quella dell’operazione stessa.

Al fine di valutare l’evoluzione generale della liquidità sul mercato secondario, si possono adottare una molteplicità di misure le quali, ciascuna da una propria prospettiva, evidenziano fenomeni specifici, essendo il concetto di liquidità esteso e monitorabile da angolature diverse. La misura più comune, che per semplicità ed immediatezza consente di ottenere una prima e immediata percezione del fenomeno, è il *bid-ask spread*, ossia il differenziale di quotazione tra il prezzo in acquisto ed il prezzo in vendita di ogni titolo presente sul mercato. Minore è il differenziale tra il prezzo in acquisto e in vendita di un titolo, maggiore risulta essere la liquidità del titolo stesso.

Di seguito sono riportate le rappresentazioni grafiche dell’andamento di questa misura per una serie di scadenze: gli effetti del deterioramento della liquidità che si erano manifestati sul finire del 2016 sono parzialmente proseguiti nelle prime settimane del 2017, per poi lentamente ritornare sui livelli medi del 2016 soprattutto sui segmenti brevi; per quanto riguarda i titoli a più lunga scadenza, il differenziale si è mantenuto piuttosto limitato. Come si evince,

infatti, dai grafici II.13.a, 13.b e 13.c, il *bid-ask spread*, dopo aver raggiunto il picco massimo nel mese di dicembre 2016, si è mantenuto su livelli molto elevati anche nel mese di gennaio e febbraio, per poi intraprendere un sentiero di riduzione pressoché continuo, sebbene in modo molto graduale. Per i comparti CCTeu, CTZ e sul punto BTP 10 anni, la normalizzazione rispetto alla media del 2016 è sostanzialmente raggiunta, mentre su tutti gli altri segmenti il *bid-ask spread* si attesta a fine 2017 ancora su livelli lievemente superiori. Un altro importante aspetto che si può desumere dai grafici seguenti è che sui segmenti BTP con scadenza 30 anni e 50 anni, i *bid-ask spread* - calcolati in punti base in modo da rendere confrontabili tali differenziali sulle diverse scadenze - sono costantemente inferiori a quelli delle scadenze a 15 e 20 anni. Questa specificità rappresenta la testimonianza che nel corso del 2017 il settore ultralungo della curva governativa dei titoli di Stato italiani è stato molto ben supportato dalla domanda degli investitori finali.

GRAFICO II.13.a: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU BTP 10, 15, 20, 30 E 50 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS

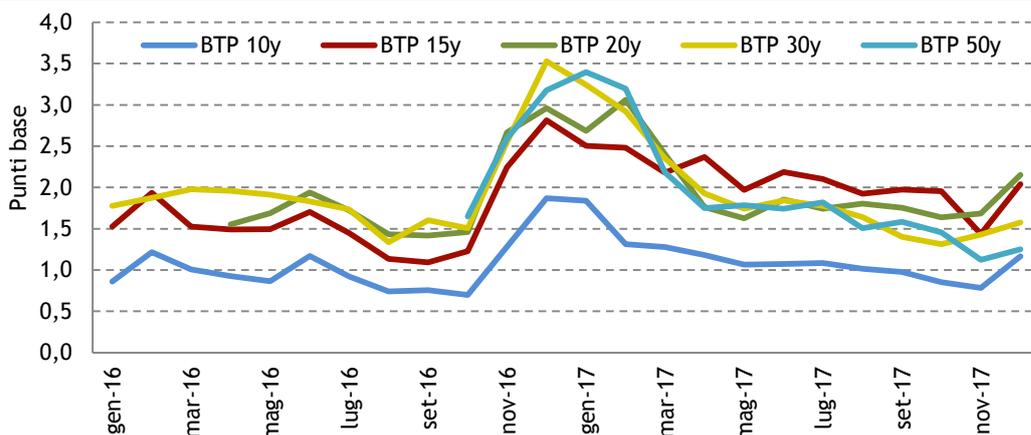
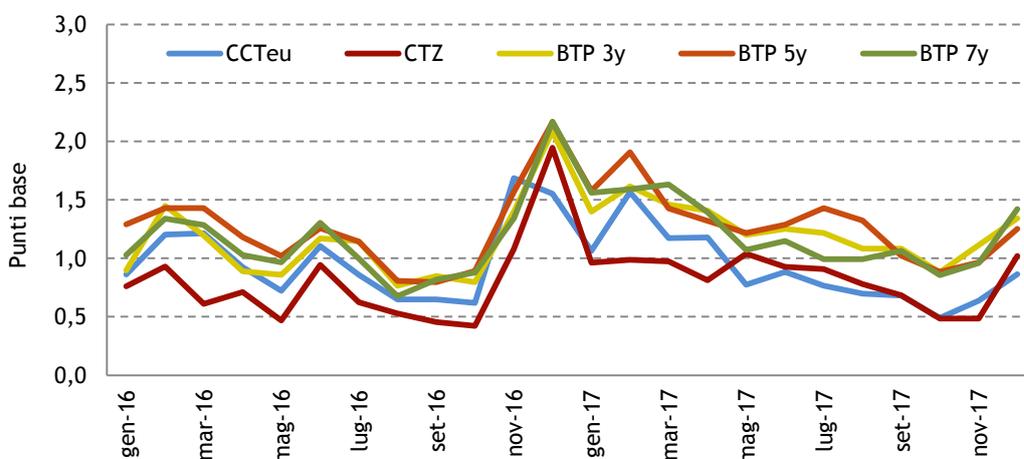
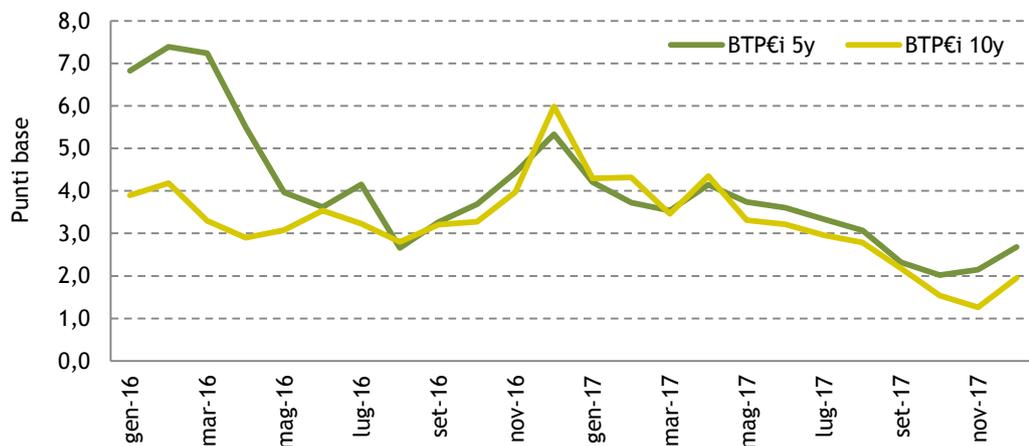


GRAFICO II.13.b: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU CTZ, CCTeu, BTP 3, 5 E 7 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS



Nel 2017, il segmento inflazione ha mostrato segnali di ripresa non solo sotto il profilo dei volumi scambiati che, come già commentato in precedenza, hanno visto un incremento rispetto al 2016 pari a circa il 75%, ma anche sotto il profilo dell'evoluzione del *bid-ask spread*. Infatti durante il 2016 il differenziale denaro-lettera sulle scadenze inflazione a 5 e 10 anni in media è oscillato intorno a valori compresi tra 3 e 7 punti base. Il 2017 è iniziato con *bid-offer* pari a circa 6 punti base su entrambe le scadenze che poi nel corso del 2017 si sono progressivamente ridotti fino a contrarsi ampiamente al di sotto dei 3 punti base. Pertanto sotto questo profilo di monitoraggio ed analisi della liquidità, va segnalato come il comparto inflazione pur presentando, in media, un differenziale denaro-lettera di alcuni punti base più ampio rispetto al comparto nominale, ha visto ridursi notevolmente questo differenziale, pertanto segnalando un ritorno ad un funzionamento del mercato in questo segmento su livelli soddisfacenti.

GRAFICO II.13.c: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU BTP€i 5 E 10 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS



Al fine di misurare la liquidità sul mercato secondario è possibile adottare anche indicatori meno comuni ma più sofisticati, che sono in grado di tener conto non solo dell'ampiezza dei differenziali di quotazione in acquisto e vendita ma anche di altri aspetti, quali le variazioni di prezzo dipese da transazioni di importo rilevante o l'analisi della profondità delle quotazioni su entrambi i lati dell'*order book* di ogni titolo¹⁴.

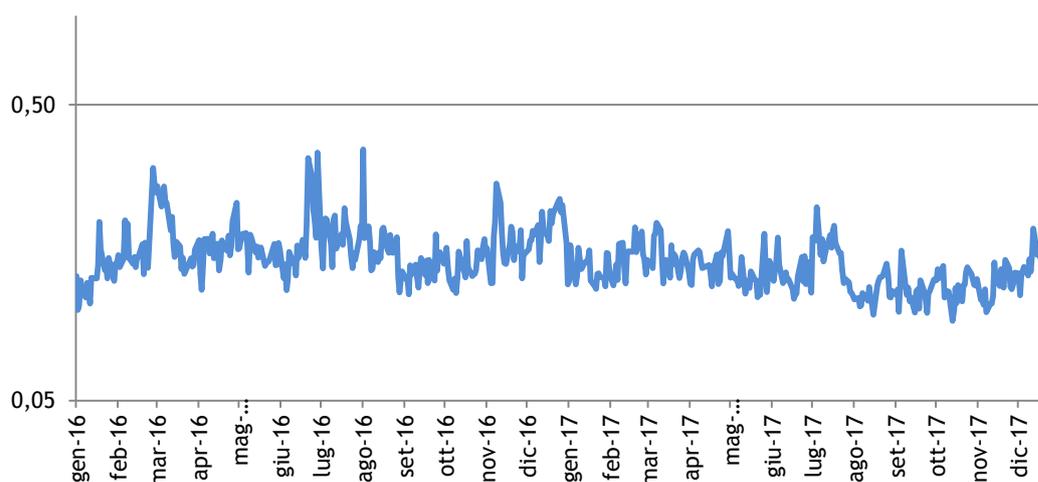
Si tratta, in particolare, della *Slope*, che misura il rapporto tra la differenza assoluta che intercorre tra la migliore e la peggiore quotazione di un dato titolo in dato istante e la differenza tra il volume totale di tutte le quotazioni nell'*order book* del titolo e il volume della migliore quotazione¹⁵. Rappresentato sotto forma

¹⁴ Per *order book* si intende l'insieme delle proposte di negoziazione relative ad uno specifico titolo, presenti sul mercato in un certo istante e suddivise per proposte di acquisto e proposte di vendita, disposte rispettivamente in ordine decrescente e crescente.

¹⁵ Tale misura è concettualmente molto simile al "*price impact*" anche se la *slope* è una misura calcolata sulla base delle proposte d'acquisto o vendita mentre il *price impact* si basa sia sulla proposte di prezzo che sull'attività di *trading*. Il *price impact* misura infatti la relazione che esiste tra un ordine di acquisto o vendita e la successiva variazione di prezzo in quotazione. Tuttavia, la letteratura sull'argomento sottolinea come il calcolo di quest'ultima misura non solo sia piuttosto complesso, in quanto necessita di una mole estremamente

di grafico, tale rapporto genera per ciascun lato dell'*order book* - denaro e lettera - una retta, che evidenzia l'andamento del prezzo in acquisto e vendita in funzione della quantità domandata o offerta dai *market maker*. L'indicatore misura pertanto l'incremento/decremento marginale del prezzo che sarà richiesto dal *dealer* per negoziare un'unità aggiuntiva rispetto alla quantità che risulta quotata sul *best price*. Pertanto, la relazione tra *slope* e liquidità del mercato è chiara: quanto più alto è l'indicatore (maggiore la pendenza della retta) minore è la liquidità di quel titolo. Al fine di ottenere un quadro il più possibile completo e al fine di ottenere la *slope* di un titolo per un giorno di negoziazione, viene calcolata la *slope* riferita a singoli ma numerosi istanti nello stesso giorno, e a partire da questi si calcola la media per costruire il dato di *slope* giornaliera.

GRAFICO II.13.d : SLOPE GIORNALIERA SU BTP 10 ANNI BENCHMARK (scala logaritmica) RILEVATA SULLA PIATTAFORMA MTS



L'evoluzione dell'indicatore nel corso del 2017 fornisce indicazioni ulteriori rispetto al più immediato bid-ask spread, in quanto, nonostante il trend di fondo sia piuttosto simile, caratterizzato da un miglioramento continuo delle condizioni di liquidità, i picchi registrati non sono identici a quello del bid-ask spread. Per quanto riguarda la *slope*, la riduzione più evidente di liquidità si riscontra durante le preoccupazioni politiche e bancarie nel corso del mese di giugno e luglio e in prossimità della fine del 2017, quando tutti gli elementi di incertezza sia politica (interna e internazionale) che regolamentare (dal 2 gennaio 2018 tutti i mercati e gli intermediari devono seguire la nuova regolamentazione MIFIDII) sono risultati amplificati a causa della normale riduzione di liquidità causata dalla chiusura dei bilanci bancari e della minore attività degli investitori istituzionali e finali.

elevata di dati infragiornalieri, ma si basi anche su valutazioni soggettive tra cui: la soglia per determinare la quantità oltre la quale valutare l'impatto dello scambio sul prezzo; la determinazione del *lag* temporale entro cui si verifica la variazione di prezzo dovuta allo scambio; etc.

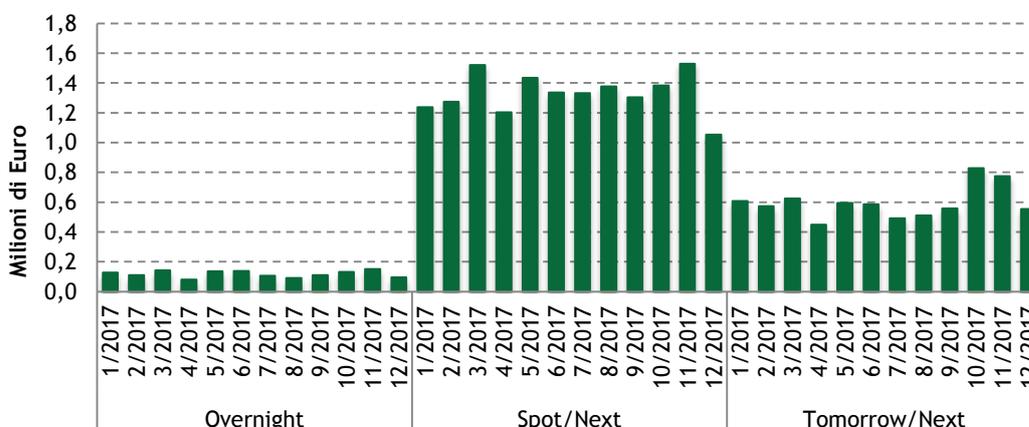
Il segmento pronti contro termine (Repo)

Il mercato dei contratti pronti contro termine sui titoli di Stato (anche detto mercato *Repo*) svolge un ruolo fondamentale di supporto per l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato a pronti in quanto, grazie alla presenza di un mercato *Repo* efficiente, gli operatori (soprattutto i *market maker*) possono garantire al mercato una continua presenza in denaro e lettera su tutti i titoli, anche quando non sono in possesso dei titoli in portafoglio. Nel corso degli ultimi anni il legislatore europeo è intervenuto a più riprese e su diversi ambiti al fine di rivedere la disciplina in materia di regolamentazione e supervisione degli intermediari e dei mercati finanziari. Molti aspetti di questi interventi normativi hanno interessato l'attività sul mercato *Repo*¹⁶, rendendone l'utilizzo maggiormente oneroso. Nonostante ciò, i volumi scambiati nel 2017 hanno subito un importante incremento rispetto al 2016, pari a circa il 18%. Del totale scambiato, il ruolo rivestito dai *market maker* è stato particolarmente importante, sebbene sia utile ricordare come la liquidità di questo comparto sia agevolata dalla partecipazione di una platea di soggetti estremamente più ampia rispetto ai *dealer* che operano sul segmento *cash* (cioè a pronti). Facendo una analisi per tipologia di contratto scambiato, rispetto al 2016, si può notare che tutte le tipologie principali hanno fatto registrare volumi in crescita, sebbene gli aumenti più importanti si siano verificati sui contratti *Overnight* e *Spot/Next*, rispettivamente per +23% e +22%, mentre i volumi scambiati sul contratto *Tomorrow/Next* hanno visto un aumento inferiore al 10% (Graf. II.14)¹⁷.

¹⁶ L'ultimo intervento in ordine temporale che ha attirato l'attenzione degli operatori per i possibili effetti negativi sul mercato *Repo* riguarda l'implementazione futura del NSFR (acronimo di *Net Stable Funding Ratio*) - che rappresenta un nuovo requisito di liquidità da rispettare con il quale si vuole spingere le banche a limitare l'eventuale squilibrio di liquidità tra le fonti di raccolta e le modalità di utilizzo di queste fonti per l'erogazione di finanziamenti. In particolare, ai fini di questo Rapporto, il tema all'attenzione degli operatori riguarda l'asimmetria regolamentare che, in assenza di modifiche all'assetto previsto della relativa disciplina, verrebbe ad esistere tra le modalità con cui, per le operazioni di durata inferiore a 6 mesi, le attività di prestito collateralizzato o *Repo* e le attività di finanziamento collateralizzato o *Reverse Repo* rispettivamente rientrerebbero nel computo degli ASF - *Available stable funding* senza invece rientrare nel computo dei RSF - *Required stable funding* (o viceversa).

¹⁷ Il contratto *Tomorrow/Next* ha inizio il primo giorno successivo alla stipulazione e termina il giorno lavorativo successivo; il contratto *Spot/Next* ha inizio il secondo giorno successivo alla stipulazione e termina il giorno lavorativo successivo; il contratto *Overnight*, infine, ha inizio il giorno stesso della stipulazione, e termina il giorno lavorativo successivo.

GRAFICO II.14: VOLUMI NEGOZIATI MENSILI PER SCADENZA DI CONTRATTO SULLA PIATTAFORMA MTS (milioni di euro)



Gli Specialisti in titoli di Stato sulla piattaforma selezionata per la loro valutazione

Sulla piattaforma di negoziazione MTS, quella selezionata per la valutazione degli Specialisti¹⁸, il peso di questi ultimi, valutato in termini di volumi scambiati sul totale dei volumi negoziati, è largamente dominante, con quote stabili che si sono avvicinate al 90%. La restante quota, di circa il 10%, è stata scambiata prevalentemente dagli altri *market maker* (non Specialisti)¹⁹, sebbene con quote che nel corso degli anni si sono via via ridotte, passando da circa il 16% del 2012 a meno del 10% nel 2017. Una quota residuale inferiore all'1% è stata negoziata da operatori *dealer* non *Market Maker*.

GRAFICO II.15: VOLUMI ANNUALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORMA MTS (%)



¹⁸ Si ricorda che si tratta di una piattaforma *interdealer*, cioè di scambi tra intermediari, non con investitori finali.

¹⁹ Ai sensi dell' art. 1 comma 5-*quater* del TUF per "*Market maker*" si intende un soggetto che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposto a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta, ai prezzi dal medesimo definiti. La qualifica di *Market maker* è uno dei requisiti essenziali per poter chiedere di far parte della Lista degli operatori Specialisti ai sensi dell'art. 23 comma 1 del Decreto Ministeriale n. 216 del 2009.

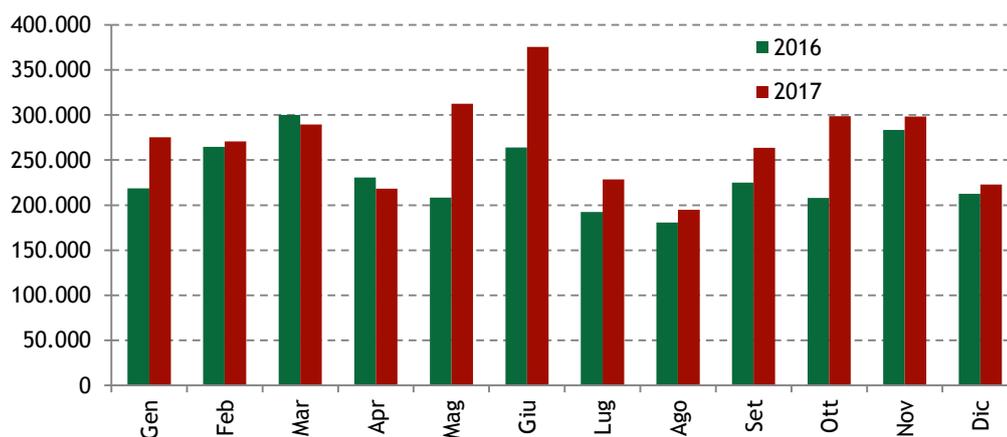
L'attività di negoziazione con gli investitori finali da parte degli Specialisti in titoli di Stato

I volumi negoziati

Gli Specialisti svolgono un ruolo importantissimo non solo nel garantire liquidità al mercato *inter-dealer*, ma anche come canale distributivo dei titoli acquistati sul mercato primario alla clientela finale. E' per questo motivo che l'analisi dei volumi scambiati e dei flussi in acquisto e vendita per tipologia di investitore e per area geografica assume una rilevanza cruciale per il gestore del debito in merito alla comprensione di chi sono e cosa vogliono gli investitori in un particolare contesto di mercato. Questa importante attività di monitoraggio e di analisi viene condotta grazie alle informazioni raccolte tramite gli EMAR²⁰, un modello di *report* altamente standardizzato e condiviso a livello europeo, che gli stessi Specialisti compilano e nel quale rappresentano in modo sistematico tutta l'attività che essi svolgono con qualsiasi controparte, inclusa la loro clientela finale. Tale reportistica include inoltre le transazioni concluse sia mediante piattaforme di negoziazione che su base bilaterale, sia in formato elettronico che vocale. Dal 2014, questa reportistica contiene tutte le informazioni sui singoli scambi effettuati dagli Specialisti (*report trade by trade*), con l'indicazione, per ciascuno scambio, del titolo, della quantità, del Paese in cui ha sede la controparte, del tipo di controparte, della piattaforma o modalità di negoziazione.

A differenza della piattaforma regolamentata, sulla quale i volumi negoziati nel 2017 sono stati in riduzione, i volumi scambiati sulle altre piattaforme - elettroniche e non - hanno fatto registrare nel 2017 una ripresa significativa, soprattutto nella parte centrale dell'anno (Graf. II.15), con incrementi di circa il 30% nel secondo trimestre e del 15% nel terzo trimestre.

GRAFICO II.16: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORME DIVERSE DA MTS (milioni di euro)



²⁰ *European Market Activity Report*. E' il *report* che sostituisce nella denominazione il precedente HRF - "Harmonized Reporting Format" - ma che nella sostanza è rimasto invariato.

Questo diverso andamento può essere attribuito al fatto che gli operatori, nei momenti di maggiore volatilità dei mercati, si avvalgono per la loro operatività maggiormente di *trade* non elettronici, con un conseguente parziale spostamento della loro attività su sedi diverse da MTS.

Gli scambi per tipologie di controparti

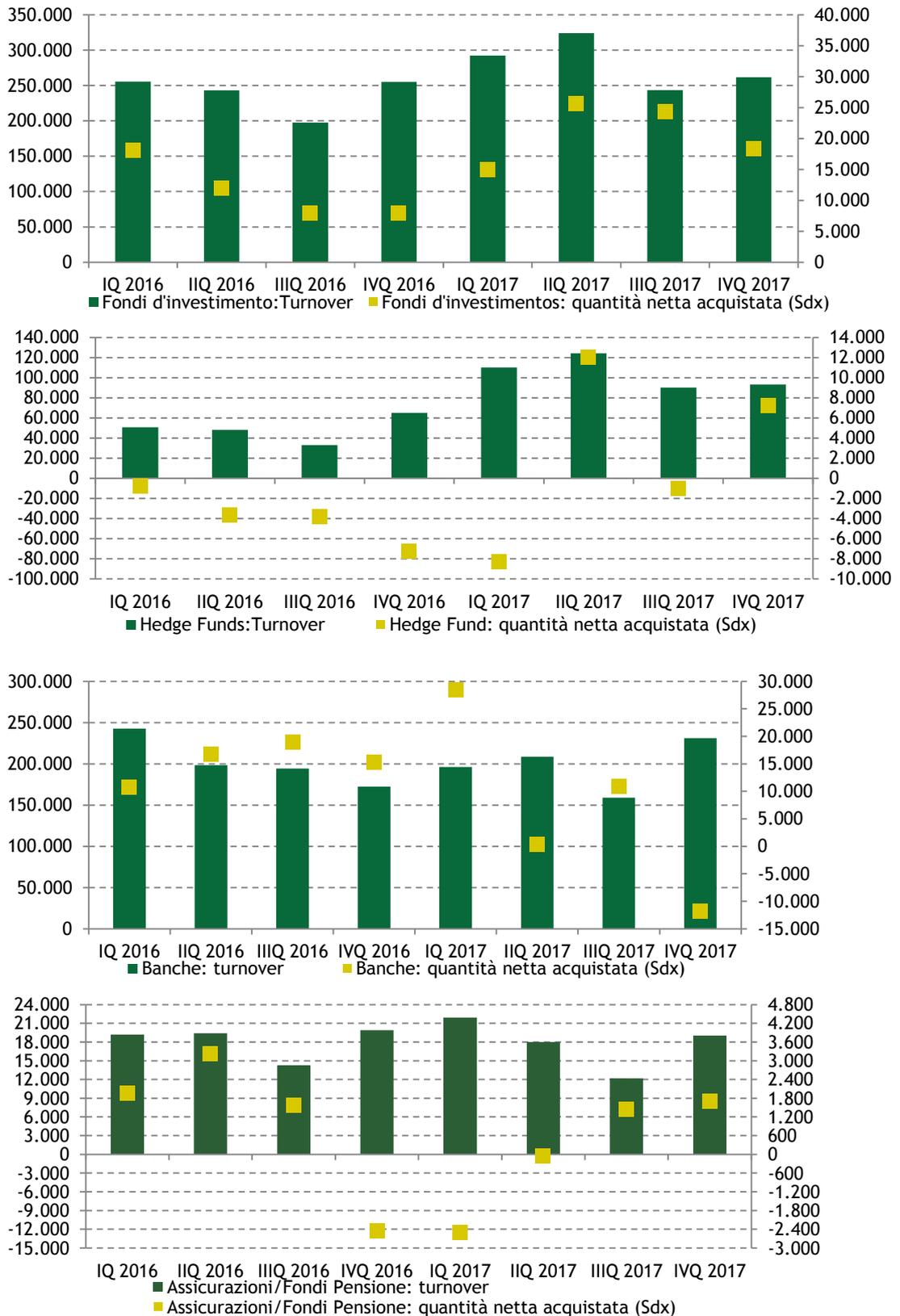
Come accennato in precedenza, le informazioni acquisite tramite le reportistiche EMAR, soprattutto a partire dal 2014 - quando è stato introdotto il formato *trade by trade* - hanno assunto una rilevanza informativa di non poco conto, in quanto permettono di condurre analisi molto approfondite sulle dinamiche in corso presso gli investitori in titoli di Stato. Tramite l'aggregazione delle informazioni contenute in questi *report* si riescono a monitorare i *trend* per comparto, per area geografica, per tipologia di investitore, nonché la liquidità presente sulle diverse piattaforme di negoziazione.

Relativamente all'evoluzione della domanda per tipologia di investitore, di seguito sono rappresentati i grafici con l'andamento dei volumi assoluti e delle quantità nette (acquisti meno vendite) scambiate dalle principali categorie di investitori - banche, fondi di investimento, fondi pensione e assicurazioni, fondi *hedge* - con gli Specialisti. Anche per il 2017, come si evince dal Grafico II.16, i principali investitori in titoli di Stato sono stati i fondi d'investimento e le banche, sia in termini di volumi assoluti che di flussi netti di acquisti. Tuttavia, rispetto agli anni passati, il sostanziale apporto delle banche come acquirenti netti è stato decisamente inferiore. Infatti, se si esclude il primo trimestre, nel quale ha probabilmente giocato un ruolo determinante l'operazione di TLTRO-II condotta dalla BCE, i restanti trimestri hanno visto flussi netti in acquisto da parte delle banche praticamente nulli. Andando ad analizzare nel dettaglio la ripartizione tra controparti bancarie italiane ed estere si nota come, se per le banche estere il flusso netto in acquisto è stato costante in ciascun trimestre e pari in media a circa 8 miliardi, per le banche italiane la media sull'anno è stata nulla, caratterizzata da un primo trimestre positivo per circa 20 miliardi e poi negativa per un importo simile nei restanti tre, soprattutto nell'ultimo trimestre. I fondi d'investimento invece hanno garantito un flusso netto positivo per circa 20 miliardi a trimestre.

I Fondi pensione e le Assicurazioni, pur mantenendo costanti i loro flussi di negoziazione in valore assoluto, hanno contribuito con quote percentuali modeste sul totale delle transazioni. In termini netti di acquisti/vendite, mentre il primo trimestre ha fatto registrare flussi netti negativi ed il secondo neutri, durante la seconda metà dell'anno i volumi sono stati positivi e tali da compensare l'andamento negativo dei primi due trimestri.

Infine, per quanto concerne il contributo da parte degli *hedge fund* sul totale delle negoziazioni, va evidenziato come questo comparto abbia via via nel tempo incrementato decisamente il suo peso sul totale delle transazioni effettuate, raggiungendo il picco del 18% del totale delle negoziazioni con clientela finale nel secondo trimestre del 2017. Data la natura dell'investitore, i flussi netti registrati nei vari trimestri sono stati molto volatili e non tali da far evidenziare nel 2017 una domanda netta complessiva positiva o negativa.

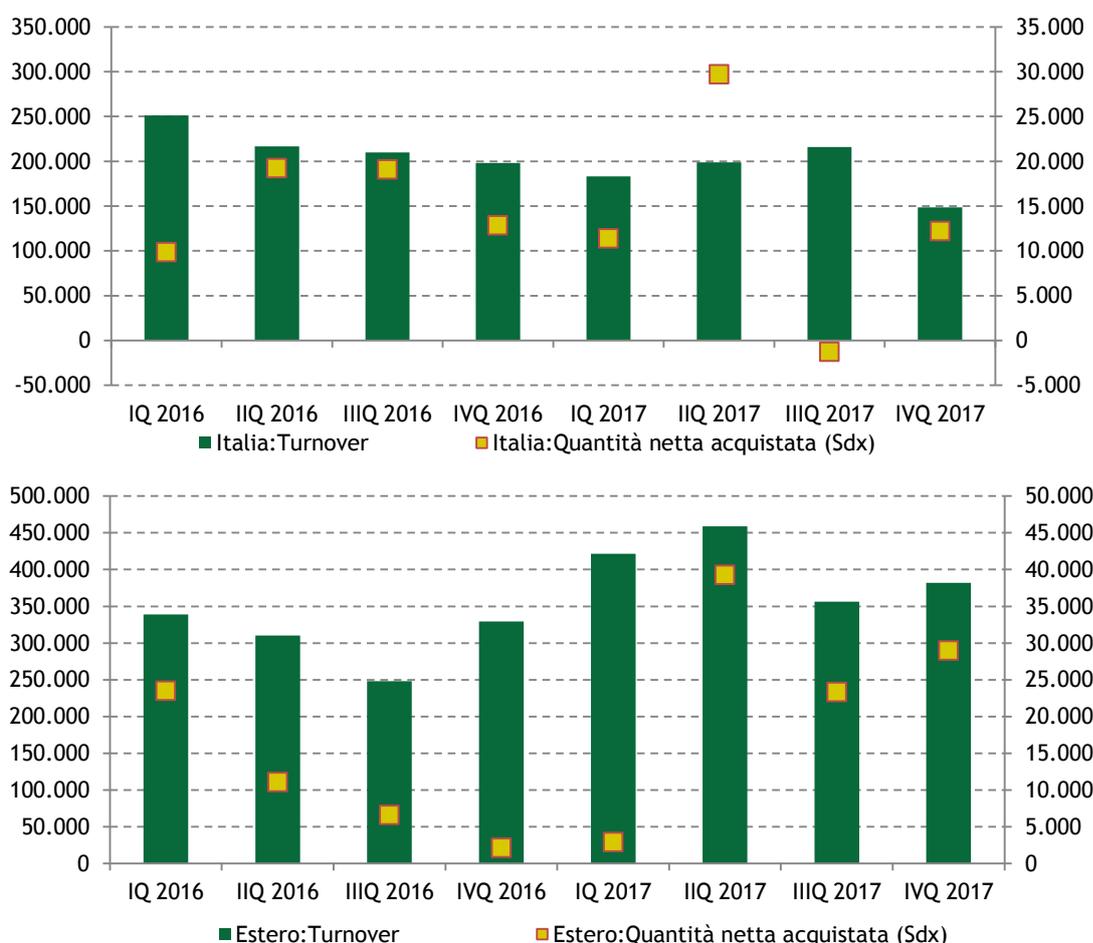
GRAFICO II.17: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE (milioni di euro) - GESTORI DI FONDI, BANCHE, FONDI PENSIONE ED ASSICURATIVI, HEDGE FUND



Gli scambi per area geografica di residenza delle controparti

Per quanto riguarda l'analisi dell'evoluzione della domanda per area geografica, suddivisa nelle due categorie di investitori italiani ed esteri, nel 2017 si sono osservate alcune divergenze (vedi Grafico II.17) di comportamento rispetto al 2016. Gli investitori italiani hanno scambiato volumi in linea con il profilo degli ultimi trimestri del 2016, cioè per volumi complessivi intorno ai 200 miliardi di euro a trimestre. Per quanto riguarda i flussi netti in acquisto, questi sono stati complessivamente in graduale riduzione rispetto al 2016, attestandosi su una media di poco inferiore ai 15 miliardi su base trimestrale. Per quanto riguarda gli investitori finali esteri, l'evoluzione dei volumi assoluti trimestrali scambiati ha mostrato un *trend* in leggera crescita rispetto al 2016. Tuttavia, l'aspetto più interessante da segnalare riguarda l'analisi dei flussi in acquisto netti che, rispetto al 2016, si sono mostrati in deciso aumento, attestandosi sull'anno su una media di circa 25 miliardi a trimestre.

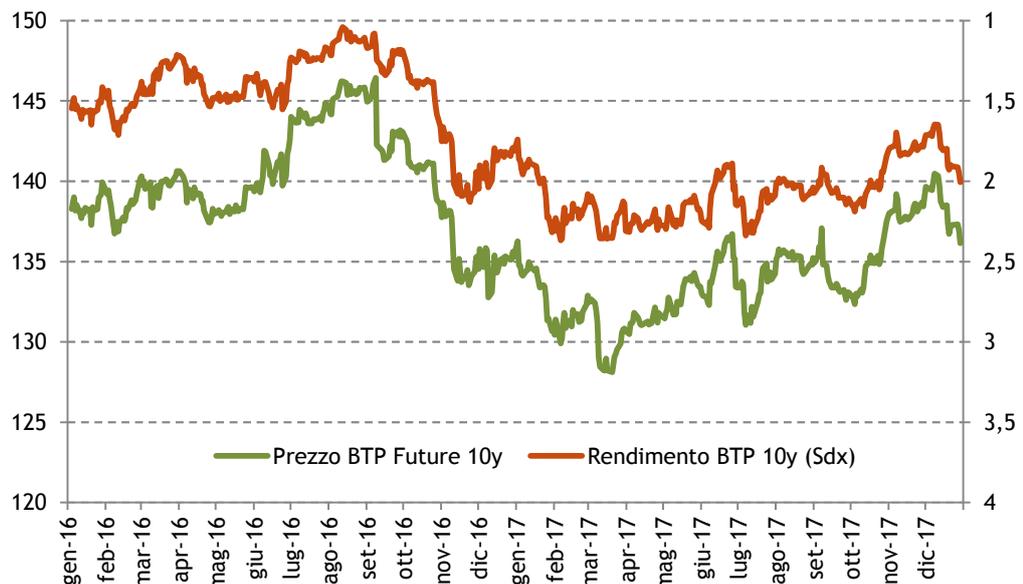
GRAFICO II.18: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI RESIDENZA GEOGRAFICA DELLA CONTROPARTE (milioni di euro)



L'Evoluzione del mercato dei BTP Future

Per quanto riguarda l'evoluzione delle quotazioni del *Future* sui titoli governativi italiani²¹ sulla scadenza decennale (quella di gran lunga più liquida rispetto ai contratti sulle scadenze triennali e quinquennali), dal Grafico II.19 si nota come l'andamento del prezzo sia stato perfettamente correlato alla *performance* dei BTP *benchmark* decennali, sebbene non possano definirsi sporadici gli eventi in cui l'ampiezza di oscillazione del BTP *Future* sia stata più marcata di quella del titolo sottostante.

GRAFICO II.19: ANDAMENTO DEL PREZZO DEL *FUTURE* BTP E DEL RENDIMENTO DEL BTP BENCHMARK SU SCADENZA 10 ANNI (scala di destra invertita in %)



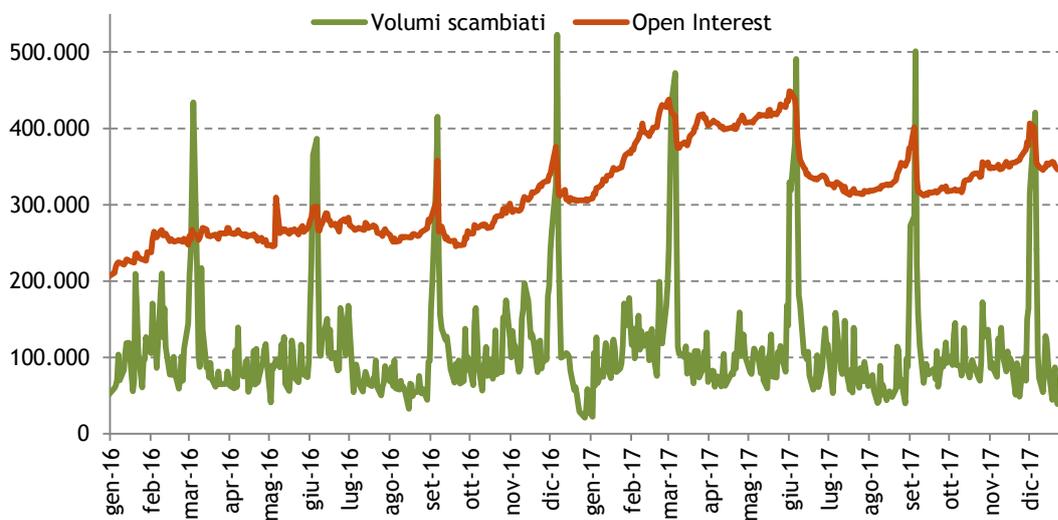
Nel 2017, inoltre, il contratto *Future* decennale sul BTP si è affermato come contratto di riferimento, utilizzato da parte degli operatori per coprire le proprie posizioni non solo sul sottostante italiano, ma anche su altri titoli governativi altamente correlati con i titoli italiani. In termini di volumi scambiati, non si osservano grandi differenze rispetto al 2016. Tuttavia, è interessante notare come, rispetto al 2016, il livello dell'*open interest*²² abbia registrato, in modo alquanto evidente, un'ascesa costante per tutto il 2017, salvo brusche riduzioni in occasione del *roll*²³ del contratto (Graf. II.20).

²¹ Le negoziazioni dei contratti *Future* su BTP si svolgono sulla piattaforma Eurex

²² L'*open interest* rappresenta il numero di contratti *Future* in esistenza - e quindi non ancora chiusi - che vengono negoziati sul mercato. Si può definire dunque come la somma di tutte le posizioni lunghe o corte aperte sui BTP decennali via contratto *Future* in un specifico istante. Le fasi di forte salita normalmente indicano una tendenza in una medesima direzione di una fetta ampia di operatori.

²³ Il *roll* (o *rollover*) è l'operazione con cui si chiude un contratto *Future* in prossimità della sua scadenza, per aprirne una corrispondente su un contratto *Future* con scadenza successiva.

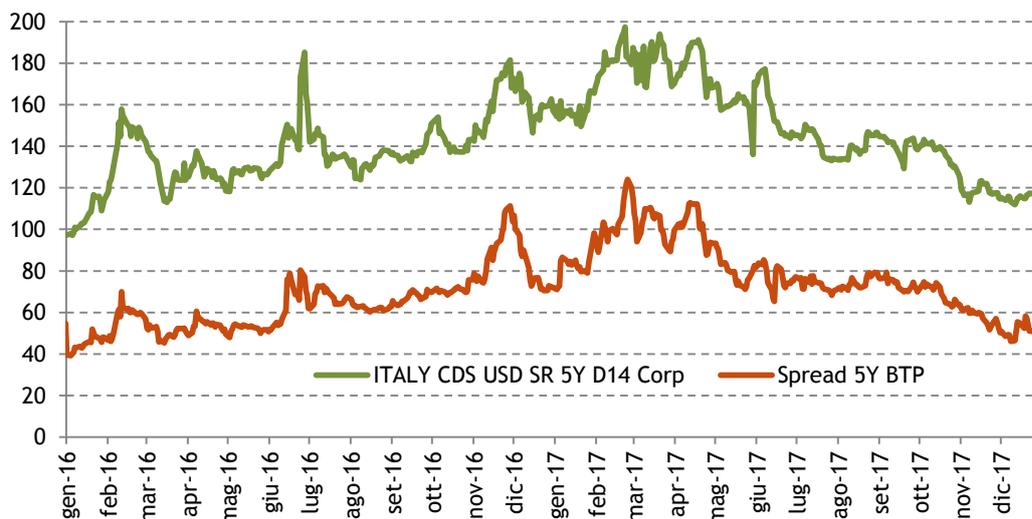
GRAFICO II.20: VOLUMI DI LOTTI SCAMBIATI E OPEN INTEREST DEL CONTRATTO BTP-FUTURE NEGOZIATI SULLA SCADENZA DECENNALE SUL MERCATO EUREX



Il *Future* si conferma uno strumento utilizzato come mezzo di copertura dai rischi da parte di detentori di BTP e pertanto, essendo utilizzato come strumento di riduzione complessivo del rischio del portafoglio di investimento in titoli di Stato, agevola l'acquisto del debito italiano da parte di un *pool* di investitori sempre più ampio.

L'andamento del CDS sovrano italiano

GRAFICO II.21: ANDAMENTO DEL PREZZO DEI CDS DEI GOVERNATIVI ITALIA (\$) SULLA SCADENZA 5 ANNI E DELLO SPREAD BTP-BUND 5 ANNI (in punti base)



Nel 2017, l'andamento del prezzo dei *Credit Default Swap* (d'ora in poi CDS) sui titoli sovrani italiani sulla scadenza a 5 anni (quotato nella valuta dei dollari americani), come si evince dal Grafico II.20, ha mostrato un andamento simile a

quello dello *spread* BTP-Bund sulla medesima scadenza quinquennale, con un allargamento durante il primo trimestre del 2017 e poi un restringimento nel resto del corso dell'anno. Va segnalato, tuttavia, che la volatilità dello *spread* BTP-Bund è risultata più contenuta rispetto a quella del CDS. In tal senso, il rischio di credito, presente in entrambe le linee rappresentate nel grafico, sembra essere più contenuto sul mercato obbligazionario rispetto a quello del contratto derivato *swap*. Una possibile spiegazione è imputabile alla presenza della BCE, che, come detto, si è proposta stabilmente in acquisto per volumi importanti, con evidenti effetti di contenimento e stabilizzazione dei differenziali di rendimento tra titoli interessati dalla stessa azione di acquisto.

III. LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2017

III. 1 LA CONSISTENZA DEL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

Per debito consolidato delle pubbliche amministrazioni¹ ci si riferisce alle passività afferenti a tale settore registrate al valore nominale. Il calcolo di questo aggregato è basato sui criteri settoriali e metodologici di cui, in primo luogo, al Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 549 del 2013 relativo al sistema europeo di conti nazionali e regionali (SEC2010) e, più nello specifico, al Regolamento comunitario n. 479/2009 relativo alla Procedura dei Deficit Eccessivi (EDP), come emendato dai Regolamenti n. 679/2010 e n. 220/2014.

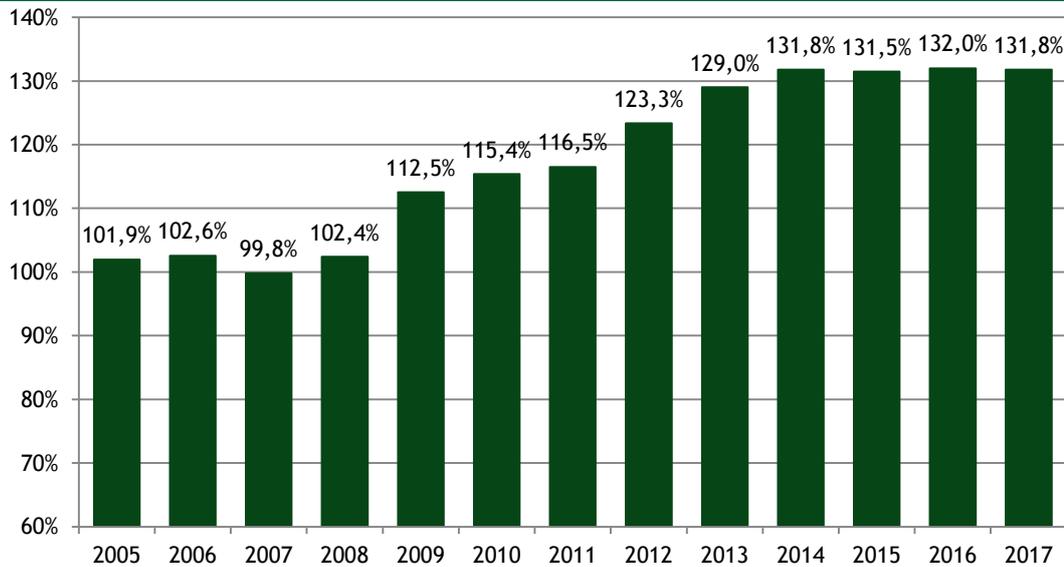
Le passività finanziarie considerate sono quelle dei depositi e monete, dei titoli obbligazionari e dei prestiti. Il comparto delle pubbliche amministrazioni si articola nei seguenti sottosettori: l'amministrazione centrale, le amministrazioni locali e gli enti previdenziali. Nel processo di consolidamento vengono eliminate le passività di debito che rappresentano contemporaneamente attività detenute da altri enti che appartengono alle amministrazioni pubbliche.

Il debito così calcolato si è attestato a circa 2.263 miliardi di euro alla fine del 2017, crescendo di circa 44 miliardi nel corso dei dodici mesi. Tale valore risente dell'impatto degli interventi a sostegno delle banche italiane in difficoltà, riguardante non solo la quota di risorse effettivamente spese a tal fine, ma anche ulteriori 7 miliardi che Eurostat ha ritenuto rientrassero comunque nella categoria dei prestiti non negoziabili. Per quanto riguarda il PIL, la crescita è stata del 2,1% in termini nominali, di cui l'1,5% la variazione in termini reali.

Quindi, secondo le stime della Banca d'Italia, il debito è risultato pari al 131,8% del PIL al 31 dicembre 2017, con una riduzione di circa lo 0,2% rispetto allo stesso aggregato misurato alla fine del 2016, un aumento dello 0,3% rispetto al 2015 e una sostanziale stabilità rispetto al 2014.

In merito agli strumenti finanziari contratti, al 31 dicembre 2017, il debito rappresentato da titoli negoziabili sia dell'amministrazione centrale che degli enti locali si è attestato all'84,5% del debito consolidato complessivo, sostanzialmente in linea con lo stesso dato al 2016, di cui il 94,4% emesso in forma di obbligazioni a medio-lungo termine. Di questi titoli, la quasi totalità è rappresentata dai titoli emessi dal Tesoro. Il debito non negoziabile rappresentato da prestiti è risultato pari circa il 7,9% del debito complessivo.

¹ La fonte per questo aggregato è rappresentata dalle pubblicazioni statistiche della Banca d'Italia.

GRAFICO III.1: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL

Oggetto di questo rapporto, come ricordato nei precedenti capitoli, è il debito rappresentato da titoli di Stato, nonché gli obiettivi e le azioni gestionali sviluppatesi nel corso del 2017.

E' opportuno ricordare che le emissioni di titoli di Stato sono effettuate per coprire il fabbisogno di cassa del Settore Statale, aggregato sostanzialmente coincidente con quello delle amministrazioni centrali, a meno di alcune limitate eccezioni, quali l'ANAS S.p.A., che l'ISTAT classifica all'interno delle amministrazioni centrali, mentre non è ricompresa nel Settore Statale.

Il tetto delle emissioni nette fissato annualmente nella Legge di Bilancio viene infatti calibrato in funzione delle esigenze di copertura del fabbisogno del Settore Statale, tenendo conto di tutti i rimborsi dei titoli e delle nuove emissioni (sia di breve che di medio e lungo termine), queste ultime registrate al valore effettivo di incasso (netto ricavo).

III.2 L'ATTIVITÀ IN TITOLI DI STATO

Scadenze e rimborsi dei titoli di Stato

Il volume dei titoli di Stato giunti a scadenza nel 2017 è stato pari a 368.293 milioni di euro; tale importo non comprende i titoli ritirati dal mercato nelle operazioni di concambio e riacquisto, tuttavia a tale somma devono essere aggiunti ulteriori 175 milioni, relativi ad un titolo in yen di cui possessori potevano richiedere il rimborso nel 2017, facoltà che è stata effettivamente attivata. In tal modo, l'importo complessivo dei rimborsi - al netto di concambi e riacquisti - ha raggiunto i 368.468 milioni, in aumento del 6,7 per cento rispetto ai 345.194 milioni di euro rimborsati nel 2016.

All'interno del comparto a breve termine, l'ammontare di BOT in scadenza è stato pari a 152.113 milioni di euro, volume in progressiva riduzione sia rispetto al

2016, in cui ne erano scaduti 160.655 milioni di euro, che rispetto al 2015, ove il rispettivo ammontare era stato di poco inferiore a 174.552 milioni di euro.

Per ciò che concerne il comparto dei titoli a medio-lungo termine, nel 2017 i rimborsi complessivi (al netto delle operazioni di concambio e riacquisto) sono stati pari a 219.712 milioni di euro, distinti in 212.998 milioni di titoli domestici e 3.357 milioni di titoli esteri. Tale comparto ha dunque registrato un significativo aumento rispetto al 2016, in cui l'equivalente valore era stato pari a 184.539 milioni, di cui 176.385 milioni di titoli domestici e 8.154 milioni di titoli esteri.

Agli ammontari sopra riportati devono essere sommati gli importi in conto capitale corrispondenti ai titoli riacquistati nelle operazioni di concambio e *buyback* (rappresentati da CTZ, BTP, BTP€i e CCTeu) con scadenza negli anni dal 2018 o successivi, che nel 2017 sono stati pari rispettivamente a 11.657 e 9.878 milioni di euro. Pertanto, il volume dei titoli complessivamente rimborsati nel 2017 ammonta a 390.015 milioni.

Tuttavia, considerando che per 599 milioni di euro sono state utilizzate le disponibilità del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, nel 2017 l'ammontare delle uscite per rimborso prestiti a carico dei capitoli di bilancio ordinari è stato pari a 389.416 milioni di euro.

Emissioni nette e copertura del fabbisogno

Le emissioni nette² dell'anno, ossia la copertura in termini di cassa realizzata collocando titoli di Stato, sono state pari a 41.150 milioni, di circa 11 miliardi di euro inferiori rispetto al saldo di cassa del Settore Statale (52.159 milioni) pubblicato nei documenti ufficiali di finanza pubblica³.

Le disponibilità liquide del Tesoro, in riduzione per circa 13,7 miliardi, hanno finanziato la quota del saldo di cassa del Settore Statale non coperta attraverso le emissioni nette di titoli di Stato ed attraverso il saldo netto di altre forme di prestiti. Per queste ultime, che si attestano su un ammontare netto negativo pari a circa 2.700 milioni, si tratta di partite finanziarie debitorie diverse dai titoli di Stato, come ad esempio il rimborso dei Buoni Postali Fruttiferi (-950 milioni circa), cui devono aggiungersi la variazione delle giacenze dei conti di Tesoreria intestati a soggetti esterni alla P.A (-760 milioni circa)⁴ e altre forme di passività finanziarie (-1.000 milioni circa).

² Le emissioni nette sono calcolate tramite differenza tra le emissioni e i rimborsi, rispettivamente valutati come segue: le emissioni al netto ricavo, con l'esclusione dei BOT che sono valutati al valore nominale (prezzo 100) in quanto la differenza rispetto a 100 è anticipata dalla Tesoreria dello Stato; i rimborsi sono valutati al valore nominale, con l'eccezione dei titoli riacquistati in concambio che sono calcolati al netto ricavo, così come i CTZ in quanto la componente interessi è già contenuta nel fabbisogno del Settore Statale; infine, le scadenze finanziate con il Fondo Ammortamento (pari a 599 milioni) non sono ovviamente incluse.

³ Tale valore è ottenuto partendo dal saldo delle gestioni di bilancio e di tesoreria (52.514 milioni), rettificato per tener conto di talune poste che, pur non alterando la liquidità disponibile, incidono sulla variazione del debito pubblico e concorrono alla formazione del fabbisogno. Al saldo delle gestioni di bilancio e di tesoreria, in particolare, si aggiungono poste debitorie che non determinano movimentazioni di cassa pur modificando talune contabilizzazioni del bilancio dello Stato o della tesoreria statale.

⁴ La variazione del saldo del conto di tesoreria intestato a Cassa Depositi e Prestiti è risultata positiva per circa un miliardo, ma tale incremento è stato più che compensato dalla variazione del saldo di altri conti intestati a soggetti esterni alla P.A.

TABELLA III.1: EMISSIONI, SCADENZE E COPERTURA DEL FABBISOGNO DEL SETTORE STATALE (milioni di euro)

	2017
Emissioni nominali (*)	427.059
Rimborsi nominali (*)	390.015
Emissioni al netto ricavo (*) (a)	431.990
Rimborsi ai fini del calcolo delle emissioni nette (*) (b)	390.840
Emissioni nette (*) (c) = (a) - (b)	41.150
Altre forme di copertura giacenti in Tesoreria dello Stato (f) = -(d) + (e) - (c)	-2.675
Totale coperture (c) + (f)	38.475
Saldo di cassa del Settore Statale (d)	-52.159
Variazione Conto Disponibilità del Tesoro 31-12-2017 vs 31-12-2016 (e)	-13.684

(*) Calcolate per l'intero anno con il criterio della data di regolamento, e non per data d'asta.

Gestione delle emissioni

La strategia di emissione definita dal Tesoro per il 2017 ha dovuto tenere conto di esigenze di finanziamento superiori rispetto a quelle degli anni più recenti: come già accennato, infatti, nei comparti a medio-lungo termine sono maturati oltre 30 miliardi di euro in più rispetto al volume di rimborsi del 2016, a cui, come sempre, si è aggiunto il fabbisogno di cassa annuo. Nel fronteggiare questo cospicuo fabbisogno e continuare a garantire l'ordinato funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato, il Tesoro si è avvalso di un'offerta ampia e diversificata degli strumenti di debito a disposizione, con una maggiore presenza sui comparti a più lungo termine, sfruttando anche le due nuove linee di BTP nominali, a 20 e a 50 anni, introdotte nel 2016.

Il volume dei titoli di Stato emessi nel 2017, al netto delle operazioni di concambio, è stato pari a 413.684 milioni di euro, con un aumento del 3,56% rispetto ai 399.449 milioni di euro emessi nel 2016.

TABELLA III.2 - TITOLI DI STATO EMESSI AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO (milioni di euro)

	Totale 2016	I Trimestre 2017	II Trimestre 2017	III Trimestre 2017	IV Trimestre 2017	Totale 2017
Totali a breve termine (BOT)	152.694	46.398	39.000	38.442	27.760	151.601
Totali a medio-lungo termine	246.756	76.349	82.329	52.215	51.190	262.084
di cui: CTZ	18.991	8.250	8.354	6.156	5.900	28.660
BTP	170.219	54.580	52.457	37.660	28.458	173.155
BTP€i	12.422	5.469	3.706	2.938	1.438	13.550
BTP ITALIA	13.234	0	8.590	0	7.107	15.697
CCTeu	28.854	8.050	9.223	5.463	8.288	31.023
Titoli esteri	3.036	0	0	0	0	0
TOTALE	399.449	122.747	121.329	90.657	78.950	413.684

Prima di procedere al dettaglio dell'attività di ricorso al mercato è opportuno ricordare che la formazione del fabbisogno non è uniforme nel corso dell'anno. Tipicamente, fino al mese di maggio le spese eccedono significativamente le entrate, mentre dalla seconda metà di giugno fino ad agosto le scadenze dei versamenti fiscali portano ad un'eccedenza di entrate che aumenta in maniera cospicua la riserva di liquidità dello Stato. Da settembre fino a novembre riparte una netta prevalenza di spese sugli incassi, che fa esaurire le scorte di liquidità, poi reintegrate con i versamenti fiscali di fine anno. Queste fluttuazioni

consentono di evitare di emettere in alcuni cicli d'asta caratterizzati da ridotta liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato, come a metà agosto e metà dicembre. Talora, poi, la necessità di rispettare il tetto di emissioni nette fissato nella legge di bilancio o il profilo non problematico delle scadenze dei primi mesi dell'anno successivo, suggeriscono di cancellare anche alcune aste di fine novembre. Nel 2017, in particolare, oltre alla consueta cancellazione delle aste di metà mese dei titoli a medio-lungo termine di agosto e dicembre, a fine novembre non è stato emesso il BTP quinquennale.

Titoli domestici

BOT

Nel corso degli ultimi anni si è assistito ad una progressiva riduzione degli importi offerti sul comparto BOT, in un'ottica di strategica riduzione delle emissioni a breve termine volta all'allungamento della vita media del debito.

Le Linee guida per il 2017, invece, indicavano un leggero cambio di tendenza, con la previsione di un aumento delle emissioni in considerazione delle notevoli scadenze previste per l'anno in oggetto. Tuttavia, le condizioni di mercato hanno continuato a favorire la sottoscrizione di titoli a più lungo termine, per cui il peso percentuale dei BOT sul totale delle emissioni si è mantenuto su livelli prossimi a quelli registrati l'anno precedente. In continuità con gli scorsi anni, il Tesoro ha previsto di effettuare i collocamenti sulle tradizionali scadenze a 6 e 12 mesi, mentre i titoli con scadenze trimestrali o flessibili avrebbero potuto essere emessi solo in caso di specifiche esigenze di cassa. Nessuna modifica è intervenuta nelle procedure d'asta, in cui gli operatori esprimono le richieste in termini di rendimento (come da prassi sul mercato monetario), nella calendarizzazione dei collocamenti e per quanto riguarda la percentuale della riapertura riservata agli Specialisti, rimasta pari al 10% del quantitativo offerto nell'asta ordinaria. Anche nel 2017 il Tesoro ha mantenuto la facoltà di variare tale percentuale in ciascuna asta, ma solo in casi eccezionali, dovuti a particolari condizioni di mercato e di domanda da parte degli operatori, che peraltro non si sono verificate.

Rispetto a quanto ipotizzato nelle Linee guida, nel corso dell'anno il Tesoro ha effettuato emissioni lorde e nette sostanzialmente in linea con quelle dell'anno precedente, grazie ad una disponibilità di cassa che si è rivelata migliore del previsto e che ha consentito di far fronte ai considerevoli rimborsi, senza che fosse necessario un aumento delle emissioni a breve termine.

Nel 2017 sono stati emessi 151.601 milioni di euro di BOT, rispetto ai 152.694 milioni del 2016, con una marginale riduzione dell'importo collocato. Le emissioni lorde sulle due scadenze sono state leggermente superiori sul titolo annuale (75.000 per il BOT 6 mesi e 76.601 per il titolo a 12 mesi). Le emissioni nette sono state negative per il titolo semestrale (-1.088 milioni di euro), mentre sono state positive sull'annuale (+576 milioni di euro), che complessivamente hanno prodotto una riduzione pari 512 milioni sull'intero comparto. Nel corso dell'anno non si sono svolte aste di BOT trimestrali o flessibili.

L'ammontare complessivo dei BOT in circolazione è quindi marginalmente diminuito, con una quota a fine anno pari al 5,59% del totale dei titoli di Stato,

collocandosi all'interno dell'intervallo obiettivo definito nel Decreto Cornice per il 2017, che prevedeva una quota compresa tra il 3% e l'8%. Il calo percentuale rispetto all'anno precedente risulta comunque piuttosto modesto (5,74% nel 2016).

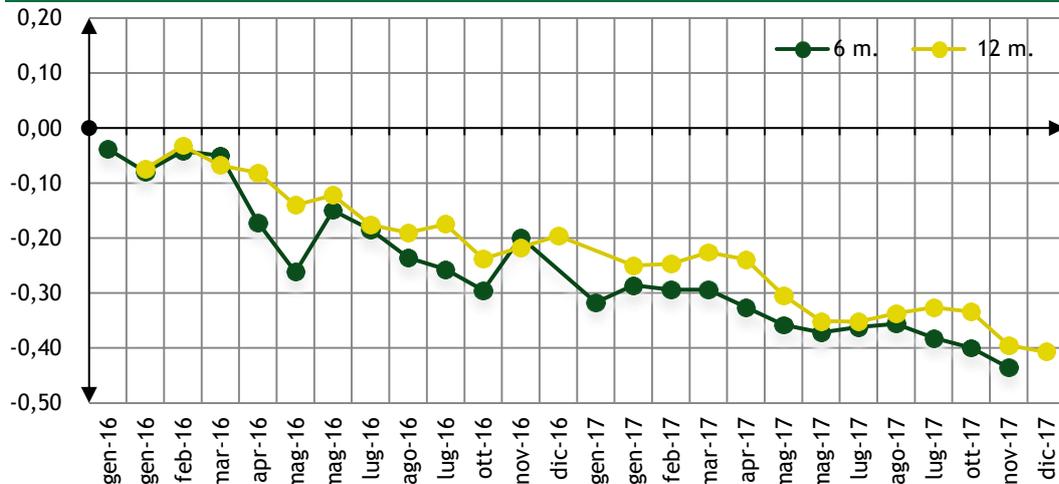
La politica monetaria espansiva della BCE ha continuato a dispiegare i suoi effetti anche nel 2017, contribuendo a tenere i tassi a breve termine su livelli storicamente bassi e ampiamente negativi, con un inevitabile impatto anche sui rendimenti medi in asta. Come già avvenuto l'anno precedente, tutti i collocamenti hanno fatto registrare tassi medi di aggiudicazione inferiori a zero su entrambe le scadenze. Il rendimento medio ponderato ha avuto una tendenza discendente comune alle due durate, facendo registrare a più riprese nuovi minimi storici. In particolare, il BOT a 6 mesi ha fatto registrare il rendimento più elevato nell'asta con regolamento ad inizio gennaio (-0,286%) e il più basso nell'asta di fine novembre (-0,457%), occasione in cui è stato toccato il minimo storico su questa scadenza. Per il BOT annuale l'andamento è risultato simile: il rendimento massimo è stato registrato nell'asta di metà marzo (-0,226%) per poi scendere gradualmente fino al minimo storico di dicembre (-0,407%). Nonostante la continua discesa dei tassi, la domanda degli operatori si è mantenuta costante per tutto il periodo e si è addirittura rafforzata nella seconda metà dell'anno. L'incremento della domanda è riscontrabile dall'analisi della variazione dei rapporti di copertura delle aste (*bid-to-cover ratio*). A fronte di importi offerti stabili rispetto al 2016, la media annuale del *bid-to-cover* è stato di 1,72 per i BOT semestrali e di 1,80 per gli annuali, contro l'1,65 e l'1,60 dell'anno precedente.

Da quanto desumibile dai dati periodicamente comunicati dagli Specialisti in titoli di Stato circa la provenienza della domanda dei BOT in asta, nel 2017 sono emerse notevoli oscillazioni stagionali della componente domestica, con una media, però, in rialzo; si è poi osservata la tendenza ad una graduale riduzione della partecipazione europea, controbilanciata da un incremento della componente asiatica, mentre trascurabile è rimasta la quota americana. In ogni caso, la domanda di investitori stranieri ha continuato a rappresentare oltre il 70% del totale.

Relativamente alla tipologia degli investitori interessati a questo segmento di mercato, banche e gestori di fondi hanno continuato ad essere i principali acquirenti; rispetto al 2016, si è inoltre rilevata una maggiore presenza di banche centrali ed altre istituzioni pubbliche e, in misura inferiore, anche di *hedge fund*.

Come detto, la domanda è aumentata nella seconda metà dell'anno, nonostante in quel periodo i tassi fossero scivolati addirittura sotto il tasso di *deposit facility*, che rappresenta il limite inferiore della remunerazione dei depositi bancari e governativi detenuti presso la Banca Centrale. È ipotizzabile che tale fenomeno sia dovuto alla ricerca da parte degli intermediari finanziari di titoli da utilizzare come collaterale sul mercato dei pronti contro termine.

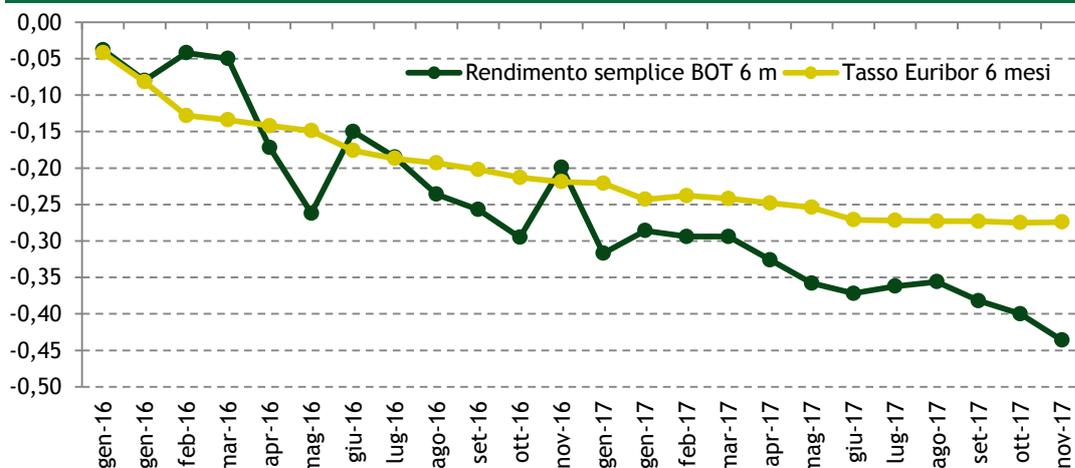
GRAFICO III.2: RENDIMENTI DEI BOT A 6 E 12 MESI IN ASTA (punti percentuali)



Tra i fattori che hanno determinato l'ulteriore abbassamento dei tassi in territorio negativo c'è sicuramente la decisione della BCE di mantenere inalterati i tassi ufficiali della politica monetaria per un lungo periodo di tempo e la prosecuzione del piano di acquisti di titoli di Stato della BCE che, come noto, pur non avendo ad oggetto titoli di durata inferiore ad un anno, produce degli effetti "indotti" anche sul comparto BOT.

La valutazione della performance in termini relativi del comparto a breve termine rispetto ai principali tassi di riferimento di mercato monetario può essere effettuata confrontando il rendimento medio ponderato in asta con il tasso di mercato interbancario di pari scadenza osservato il giorno dell'asta sulla curva Euribor. Dal successivo Grafico III.3 si nota che per tutto il 2017 la curva del BOT semestrale è rimasta al di sotto della curva Euribor di pari durata, che evidenzia un ridotto rischio di credito per i titoli governativi del comparto monetario italiano.

GRAFICO III.3: RENDIMENTO SEMPLICE DEI BOT A 6 M ED EURIBOR 6 M (tassi percentuali)



CTZ

Nel comparto a 24 mesi è stata ripristinata la cadenza mensile delle emissioni di CTZ, dopo che nel 2016 era stata adottata una frequenza d'asta bimestrale. Tale decisione ha permesso sia di fronteggiare meglio le situazioni di potenziale volatilità, migliorando la liquidità del comparto, sia di tenere conto delle recenti modifiche apportate al programma di acquisto di attività della BCE, con cui sono state ammesse le obbligazioni pubbliche con durata residua da uno a 2 anni, rendendo perciò acquistabili anche i CTZ.

Le emissioni di titoli a 24 mesi sono cresciute di oltre il 50%, passando dai 18.991 milioni di euro collocati nel 2016 ai 28.660 milioni di euro del 2017, mentre i volumi in scadenza si sono ridotti di circa 2 miliardi di euro per effetto della politica di riduzione delle emissioni sui comparti a breve termine perseguita negli anni più recenti. Nell'anno, il titolo aperto a fine novembre 2016 è stato riproposto fino ad aprile ed ha raggiunto un circolante di 15,1 miliardi di euro, mentre due nuove linee sono state aperte: a maggio il CTZ con scadenza 30 maggio 2019, riaperto fino all'asta di fine settembre, con un circolante finale di circa 12,2 miliardi di euro; ad ottobre il titolo con scadenza 30 ottobre 2019, che a fine anno registrava uno *stock* di 5,9 miliardi.

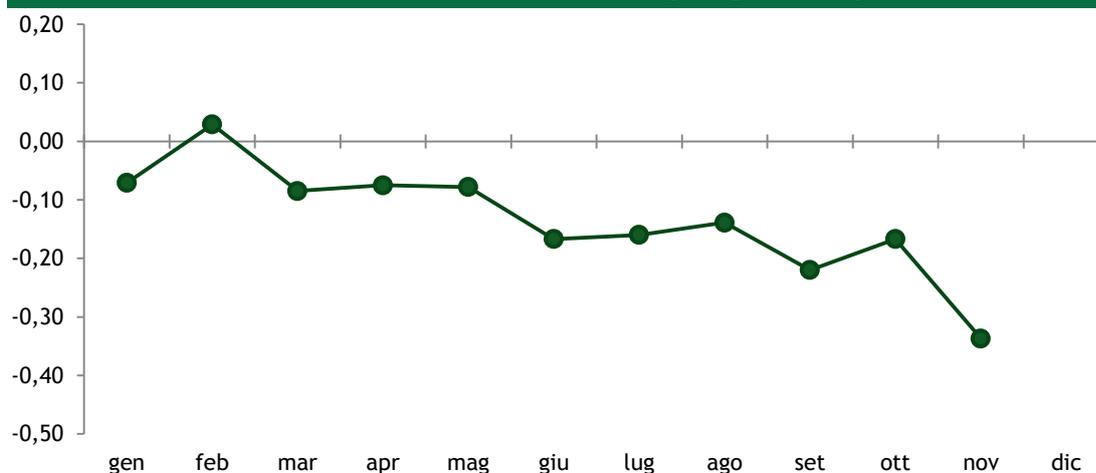
A conferma che la maggiore frequenza di emissione ha ottenuto l'apprezzamento del mercato, il *bid to cover ratio* medio dell'anno è stato decisamente migliore di quello del 2016 (1,81 contro 1,60), mostrando altresì una maggiore stabilità, pur in presenza di fluttuazioni: il rapporto di copertura più basso, registrato nell'asta di giugno, è stato pari a 1,56, mentre il più elevato si è avuto a novembre, con un valore di 2,19. Inoltre, nel 2017 sembra essersi molto attenuata la correlazione inversa tra importi offerti e *bid to cover ratio*: infatti, anche nelle aste di maggio e ottobre, in cui si è lanciato un nuovo titolo con offerta superiore a quella delle altre *tranche*, tale rapporto è rimasto abbastanza elevato, registrando in ottobre addirittura il secondo valore più elevato (2,02) dell'anno.

Relativamente alla provenienza geografica della domanda in prossimità dell'asta, si sono registrate molte fluttuazioni, con periodi di prevalenza domestica ed altri in cui è risultata dominante la componente estera, per lo più europea, anche se nella prima parte dell'anno è stata presente anche una piccola quota americana.

Grande variabilità ha presentato la composizione della domanda per tipologia di investitore, inizialmente largamente dominata dalle banche, ma successivamente bilanciata da una significativa presenza di fondi d'investimento, una modesta quota di *hedge fund* e, in chiusura d'anno, una non trascurabile componente di assicurazioni.

Come per i BOT, i rendimenti all'emissione sulla scadenza a 24 mesi sono risultati negativi, con un lieve rialzo al di sopra dello zero solo nell'asta di febbraio, in una fase di nervosismo dei mercati e di rifugio della domanda sulla scadenza biennale dei titoli di Stato tedeschi, che nello stesso periodo veniva scambiata a tassi ai minimi storici. Nel mese di novembre, in particolare, il rendimento all'emissione ha toccato di minimo storico assoluto per questo titolo (-0,337%).

GRAFICO III.4: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI CTZ NEL 2017 (tassi percentuali)



Il circolante dei CTZ è cresciuto di 1.085 milioni di euro alla fine del 2017, rappresentando il 2,13% dello *stock* dei titoli di Stato, percentuale pressoché invariata rispetto al dato dell'anno prima.

BTP

Nel comparto dei BTP nominali, le emissioni lorde sono state pari a 173.155 milioni di euro, mentre nel 2016 il Tesoro aveva collocato 170.219 milioni di euro. Per quanto riguarda i titoli *on-the-run*, sono stati emessi 32.998 milioni sulla scadenza triennale, 36.404 milioni nel segmento a 5 anni, 29.762 milioni in quello a 7 anni, 35.747 milioni nell'area 10 anni, 10.434 milioni di titoli a 15 anni, 5.400 milioni nel segmento a 20 anni, 10.980 milioni in quello a 30 anni e 750 milioni del più recente BTP a 50 anni. Nello stesso anno, si sono svolte numerose riaperture di BTP non più in corso di emissione (*off-the-run*), collocando nove titoli con vita residua compresa tra i 3 e i 29 anni, per complessivi 10.680 milioni di euro.

Coerentemente con quanto prospettato nelle Linee Guida, alla fine del 2017 le emissioni nette di BTP a 3 anni sono risultate positive e pari a 19.713 milioni di euro, dato anche il ridotto importo in scadenza. Tenendo anche conto delle *tranche* collocate di titoli originariamente più lunghi, ma con vita residua triennale, il peso di questo segmento è arrivato all'8,5% (v. tabella III.6.a), con una crescita di oltre il 2% rispetto all'anno precedente. Il BTP a 5 anni, invece, le cui emissioni nette sono state negative per 7.386 milioni di euro a causa di 43.790 milioni di rimborsi, ha mantenuto una quota solo di poco superiore a quella del 2016.

Per entrambe queste scadenze, nei primi mesi dell'anno si è conclusa l'offerta dei titoli lanciati nelle aste con regolamento ad ottobre 2016 e sono state aperte due nuove linee. In particolare, nell'asta di metà marzo 2017 si è chiuso il ciclo di emissione del BTP con scadenza 15 ottobre 2019, che ha raggiunto una dimensione finale di poco inferiore a 15,7 miliardi, mentre il BTP quinquennale con scadenza 1° novembre 2021 è stato riproposto fino all'asta regolata a inizio febbraio, in cui ha raggiunto un circolante di circa 14,4 miliardi di euro.

Relativamente alla scadenza triennale, tra aprile e settembre è stato offerto il BTP 18 aprile 2017/15 giugno 2020 (con prima cedola corta pagata il 15 giugno 2017), il quale si è chiuso con un ammontare complessivo di poco inferiore a 16,9 miliardi, mentre a metà ottobre è stata aperta la nuova linea con scadenza 15 ottobre 2020, che a fine anno aveva un circolante di circa 7,2 miliardi. Le oscillazioni dei rendimenti di mercato del 2017 si sono riflesse sui tassi cedolari annui: mentre il titolo aperto nel 2016 recava una cedola dello 0,05%, il BTP 15 giugno 2020 ne aveva una dello 0,35% e il BTP 15 ottobre 2020 una dello 0,20%.

I *bid to cover* in asta hanno oscillato tra un minimo di 1,37, registrato in aprile in corrispondenza del lancio del nuovo titolo con un importo piuttosto cospicuo (4.500 milioni) e poco prima del primo turno delle elezioni francesi, e un massimo di 1,86 nell'asta di metà settembre. La media dell'anno è risultata pari a 1,74.

Anche sulla scadenza quinquennale un titolo ha completato interamente il suo ciclo di emissione nel corso dell'anno: si tratta del BTP 1° marzo 2017/1° aprile 2022, con prima cedola corta pagata il 1° aprile 2017, lanciato nell'asta di fine febbraio (regolata il 1° marzo) e riaperto fino all'asta con regolamento a inizio luglio, con la quale è arrivato ad un circolante di 16,65 miliardi. L'altro nuovo BTP quinquennale è stato invece aperto a fine luglio (e regolato il 1° agosto) con scadenza 1° agosto 2022 e a fine anno aveva raggiunto una dimensione di poco inferiore ai 14,1 miliardi di euro. Il rapporto di copertura in asta dei BTP quinquennali è risultato generalmente inferiore a quello della scadenza triennale, con una media annua pari a 1,44, col minimo di 1,25 registrato nell'asta di fine febbraio e regolata a inizio marzo, in cui si offrivano 4 miliardi del nuovo titolo, e il massimo di 1,65 dell'asta di fine ottobre con regolamento 1° novembre.

Anche in questo caso i tassi cedolari hanno subito considerevoli oscillazioni: il BTP 1° aprile 2022 ha registrato un rialzo rilevante della cedola, che è stata fissata all'1,20% a fronte dello 0,35% del titolo precedente, mentre il BTP agosto 2022 ha inglobato una correzione al ribasso dei tassi di mercato, recando una cedola dello 0,90%.

Nel comparto a 7 anni, l'ordine di grandezza delle emissioni totali in valori assoluti, sia in termini lordi che netti (non registrandosi ancora scadenze su questo comparto), è risultato di poco inferiore a quello del 2016. In valori percentuali, la diminuzione è risultata un po' più marcata, pur rimanendo inferiore all'1%.

Anche per questa scadenza, ad inizio anno si è chiuso il ciclo di riaperture del BTP lanciato a settembre 2016, che con l'asta di metà febbraio ha raggiunto quasi i 14,4 miliardi di euro, per poi vedere due nuove emissioni nel corso del 2017. La prima, aperta nell'asta di metà marzo col BTP 1,85% 15/03/2017 - 15/05/2024 (prima cedola corta pagata a metà maggio 2017) si è chiusa nell'asta di metà luglio con un circolante complessivo di circa 15,1 miliardi; la seconda, lanciata a metà settembre col BTP 1,45% 15/09/2017 - 15/11/2024 (prima cedola corta pagata a metà novembre 2017), ha chiuso l'anno con un circolante di poco superiore ai 9 miliardi di euro.

Nel comparto a 10 anni, nonostante il rimborso di un BTP per 24 miliardi di euro nel mese di febbraio, si sono registrate emissioni nette positive per 11.350 milioni di euro (sempre considerando esclusivamente i titoli *on the run*). In considerazione del ruolo strategico che riveste il titolo decennale per la gestione del debito, le emissioni sono state mantenute su ammontari significativi, tali da

preservarne la consistenza rispetto allo *stock* del debito. Dopo l'ultima *tranche* del titolo con scadenza 1° dicembre 2026 emessa nell'asta di fine dicembre 2016 e regolata a inizio gennaio 2017, i due nuovi *benchmark* lanciati nell'anno sono stati il BTP 1° febbraio 2017/1° giugno 2027 e il BTP 4 luglio 2017/1° agosto 2027, rispettivamente con tasso cedolare annuo del 2,20% e del 2,05%. Per entrambi è stata prevista una prima cedola corta, commisurata al rateo di interessi decorso fino alla sua maturazione. Il BTP giugno 2027 ha chiuso l'anno con un circolante di poco superiore a 16,3 miliardi, mentre il BTP agosto 2027 ha raggiunto quasi i 17,7 miliardi. I rapporti copertura hanno oscillato tra il minimo di 1,28 dell'asta di lancio del nuovo *benchmark* a fine giugno (regolata il 4 luglio) al massimo di 1,71 dell'asta di fine settembre, regolata il 1° agosto. La media annua è stata pari a 1,47.

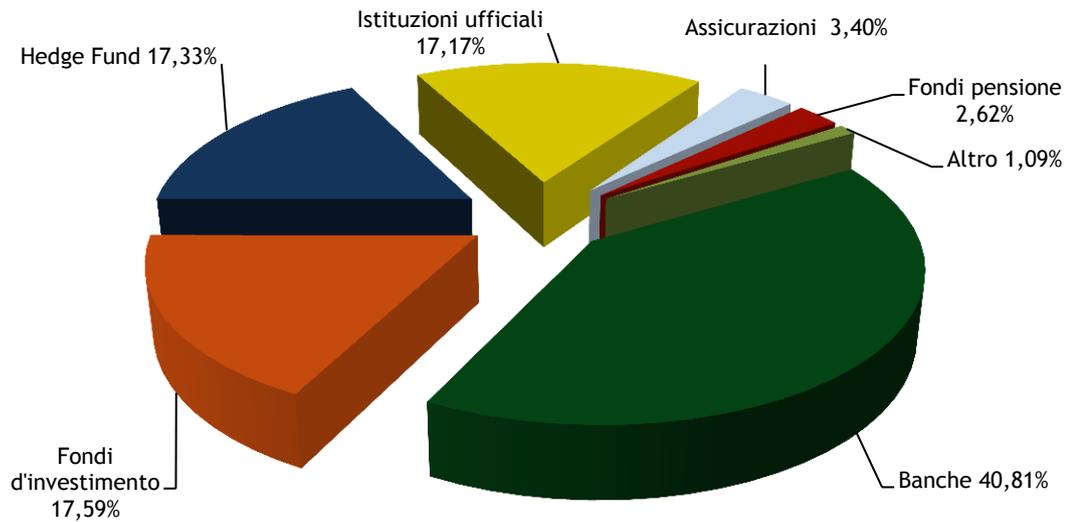
Sui segmenti a più lungo termine, il Tesoro ha adottato una politica di emissione volta a consolidare i risultati ottenuti nel 2016, quando era riuscito ad emettere circa il 10% del totale delle emissioni lorde, grazie ad una domanda solida, e allo stesso tempo offrendo titoli a tassi di interesse largamente inferiori a quelli storici del comparto. Nel 2017, pur in un contesto ancora favorevole, la domanda sull'ultra-lungo è risultata un po' meno brillante, soprattutto nella prima parte dell'anno per via delle incertezze originate dal possibile esito delle elezioni francesi. E di norma è proprio nei primi mesi dell'anno che gli investitori sono più propensi ad investire massicciamente, anche su scadenze molto lunghe. Sono stati comunque collocati quasi 34 miliardi di euro di titoli con durata di 15 anni o più, corrispondenti a circa l'8,2% delle emissioni complessive. Su questi comparti le emissioni si svolgono con regolarità, valutando di volta in volta quali tra le scadenze disponibili (15, 20, 30 e 50 anni) offrire al mercato e avvalendosi, come di consueto, di un sindacato di banche per il collocamento delle prime *tranche*.

Per favorire la partecipazione alle aste di titoli con scadenza superiore ai 10 anni, inoltre, il Tesoro si è riservato la facoltà di innalzare dal 15% al 20% la quota a disposizione degli Specialisti nella riapertura non competitiva del giorno successivo all'asta. A parte le aste degli ultimi mesi dell'anno, quando ormai larga parte del programma annuo di emissione era stato raggiunto, si è fatto ampio ricorso a tale facoltà.

Nel comparto a 15 anni, il Tesoro ha lanciato in gennaio il BTP 01/09/2016 - 01/09/2033, cedola del 2,45%, collocato tramite un sindacato costituito da cinque *lead manager* - Banca IMI S.p.A., Barclays Bank PLC, Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, ING Bank N.V. e Royal Bank of Scotland PLC - nonché dai restanti Specialisti in titoli di Stato in qualità di *co-lead manager*. In particolare, il 25 gennaio sono stati regolati 6.000 milioni di euro, ad un prezzo di collocamento pari a 99,131 e corrispondente a un rendimento lordo annuo all'emissione del 2,530%.

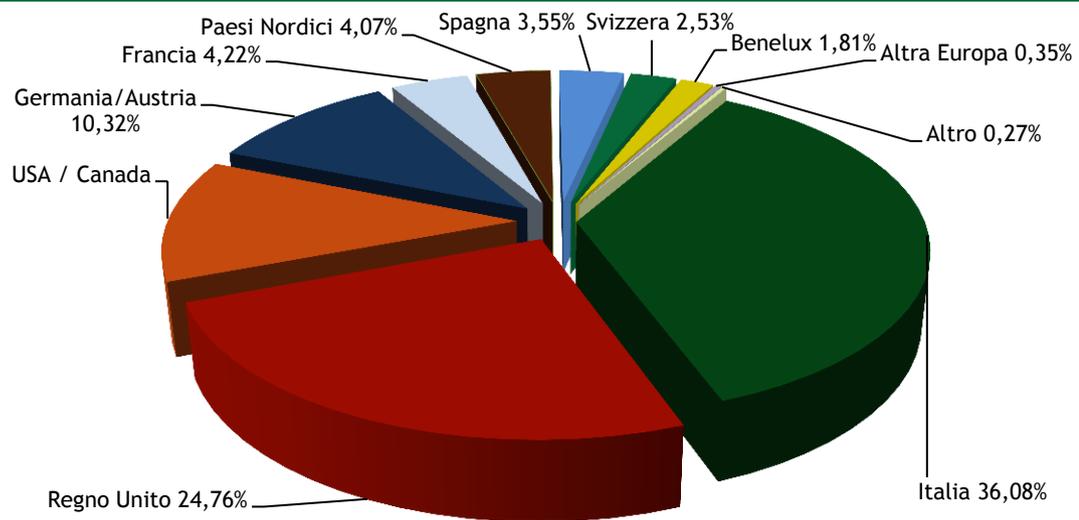
Gli investitori che hanno partecipato all'operazione sono stati 210 per una domanda complessiva di circa 21,4 miliardi di euro. Oltre alla consueta rilevante porzione aggiudicata alle banche (40,8%), è risultata particolarmente rilevante la quota assegnata ad investitori dalle caratteristiche opposte: da un lato banche centrali ed istituzioni governative, che normalmente detengono stabilmente il titolo in portafoglio, dall'altro *hedge fund*, che invece movimentano più frequentemente i propri investimenti. Entrambe queste categorie si sono aggiudicate una quota di poco superiore al 17%. Un po' inferiore al solito la domanda di assicurazioni e fondi pensione, complessivamente intorno al 6%.

GRAFICO III.5: DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORI DEL BTP 1° settembre 2033



Ben diversificata la distribuzione geografica, con una quota rilevante assegnata a investitori domestici (circa 36%). Di rilievo, come di consueto, anche la quota sottoscritta da investitori residenti nel Regno Unito (circa 24,8%), seguiti per importanza dai nordamericani, mentre il resto dell'emissione è stato collocato in larga parte in Europa continentale, dove spicca la presenza di Germania/Austria, in cui è stato collocato il 10,3% dell'emissione. Solo residuale la porzione di altre regioni (0,7%), tuttavia interessante per la presenza di altri Paesi europei, di Medio Oriente, Asia e Sudamerica.

GRAFICO III.6: DISTRIBUZIONE PER AREA GEOGRAFICA DEL BTP 1° settembre 2033



Il titolo è poi stato riproposto tre volte nel corso dell'anno, nelle aste di metà mese di marzo, luglio e novembre, raggiungendo a fine anno un circolante di oltre 10,4 miliardi. Inoltre, nello stesso segmento di curva vi è stata l'emissione

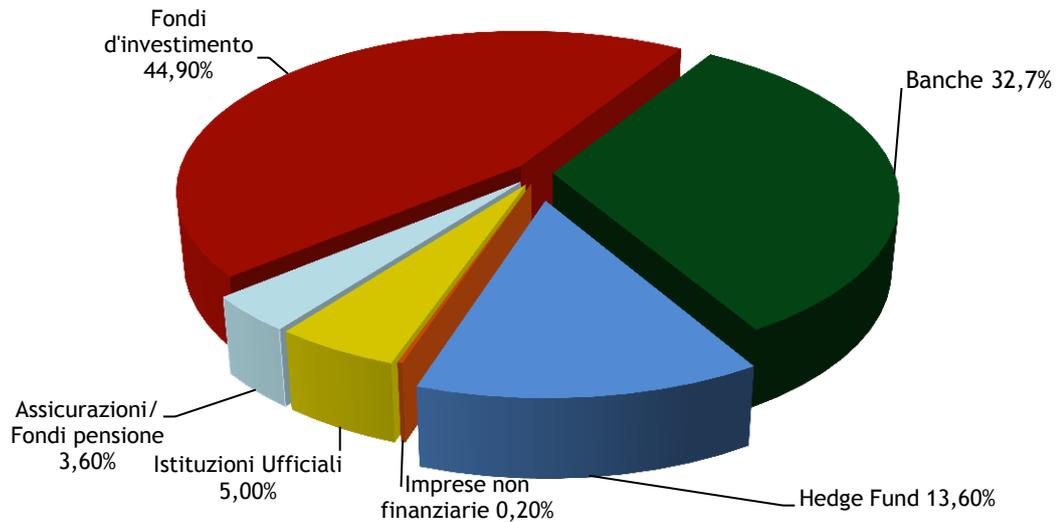
dell'*off-the-run* 1° marzo 2030, di cui è stata emessa una *tranche* di 1.200 milioni di euro. I rapporti di copertura delle aste del nuovo BTP a 15 anni sono stati compresi tra l'1,60 di marzo e l'1,40 di luglio, con una media di 1,49.

Per soddisfare la domanda sulla scadenza ventennale si sono tenute, nel ciclo di metà mese, tre aste del BTP 1° settembre 2036, nei mesi di gennaio, aprile e settembre, portando il circolante a fine anno a 14,9 miliardi di euro. Il *bid to cover* medio di tali aste è stato 1,51, compreso tra il minimo di aprile (1,45) e il massimo di settembre (1,63). Sfruttando poi specifiche situazioni di domanda nel mese di febbraio è stato offerto il BTP con scadenza agosto 2039 (vita residua 22 anni circa), mentre in luglio è stata offerta una *tranche* del BTP con scadenza febbraio 2037; entrambi sono stati proposti nell'asta di metà mese ed originariamente erano titoli trentennali.

Sul segmento trentennale, dopo due aste condotte a febbraio e maggio che hanno portato il circolante del BTP 1° marzo 2047 ad oltre 15,7 miliardi di euro, nel mese di giugno si sono determinate le condizioni favorevoli per il lancio di un nuovo *benchmark*. Così, il 7 giugno 2017 è stato collocato, tramite un sindacato costituito da BNP Paribas, Citigroup Global Markets Ltd., Goldman Sachs Int. Bank, HSBC France e UniCredit S.p.A. in qualità di *lead manager* e dagli altri Specialisti in titoli di Stato come *co-lead manager*, il BTP 1° marzo 2017 - 1° marzo 2048, con cedola annua del 3,45%, pagata come sempre in due rate semestrali. L'operazione, regolata il successivo 14 giugno, è stata contraddistinta da un'ottima risposta da parte del mercato, essendo stati raccolti ordini per oltre 23,7 miliardi di euro. L'importo finale emesso è stato pari a 6.500 milioni di euro e il prezzo di collocamento è stato fissato pari a 98,956, corrispondente ad un rendimento lordo annuo all'emissione del 3,536%.

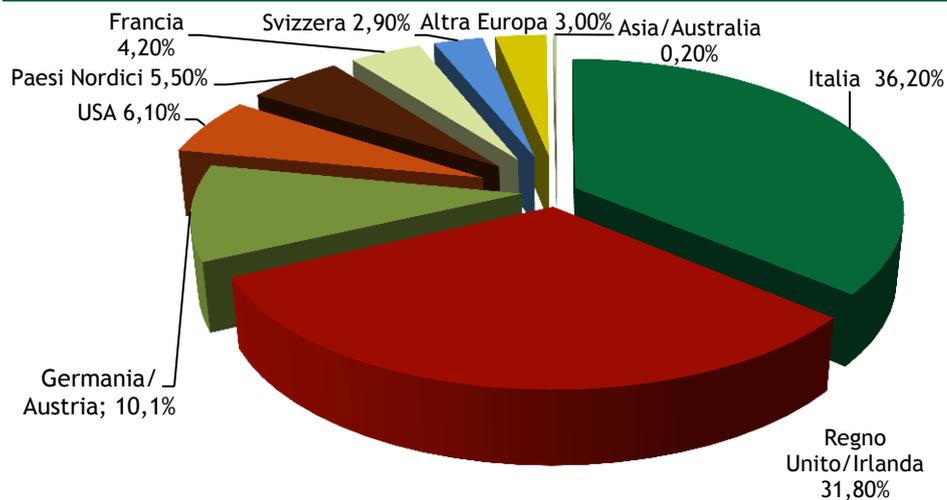
Hanno partecipato all'operazione circa 200 investitori e quasi metà del collocamento è stato sottoscritto da fondi d'investimento (44,9%), mentre le banche ne hanno sottoscritto circa un terzo (32,7%). Significativa, data la lunga durata, la quota di banche centrali e istituzioni governative, che hanno acquistato circa il 5,0% dell'importo emesso, mentre la presenza di fondi pensione e assicurazioni è risultata tutto sommato modesta. Ancora di rilievo l'allocazione agli *hedge fund* (13,6%), pur se ridimensionata rispetto a quanto registrato nell'emissione del nuovo BTP quindicennale emesso a inizio anno, segno di una maggiore fiducia complessiva del mercato dopo l'esito rassicurante delle elezioni francesi.

GRAFICO III.7: DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE DEL BTP 1° MARZO 2048



Nella distribuzione geografica del titolo è prevalsa la presenza di investitori esteri che si sono aggiudicati poco meno dei due terzi del collocamento contro una partecipazione domestica pari a circa il 36,2%. Tra gli investitori esteri, come di consueto è risultata di rilievo la quota sottoscritta da residenti in Gran Bretagna e Irlanda (31,8%), mentre in Europa continentale l'importo allocato in Germania/Austria (10,1%) è stato il più significativo, cui ha fatto riscontro la partecipazione di altri paesi, più frammentata e molto variegata (v. Graf. III.8). Al di fuori dell'Europa, un po' inferiore al solito l'aggiudicazione agli investitori nord-americani (circa il 6,1% dell'emissione) e molto modesta la quota assegnata a investitori asiatici (0,2%).

GRAFICO III.8: DISTRIBUZIONE PER AREA GEOGRAFICA DEL BTP 1° MARZO 2048



Il nuovo titolo trentennale è poi stato riproposto nell'asta di metà ottobre e a fine anno registrava un circolante di oltre 8,2 miliardi di euro.

Per quanto riguarda la nuova scadenza cinquantennale, il BTP 1° marzo 2067, lanciato nell'ottobre 2016 a condizioni eccezionalmente favorevoli (rendimento all'emissione pari al 2,85%), ha risentito sensibilmente, in termini di prezzo sul secondario (anche a causa dell'elevata *duration*), del clima di mercato più cauto determinatosi, in prima battuta, a seguito dell'esito del referendum costituzionale in Italia e, successivamente, per le incertezze sulle elezioni francesi. Pertanto, il titolo è stato riproposto solo nell'asta di fine marzo, per un importo di 750 milioni. Il relativo circolante a fine anno era di 5.750 milioni.

Nel 2017 sono anche emerse diverse situazioni in cui la domanda di alcuni titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*) non poteva essere adeguatamente soddisfatta sul mercato secondario, probabilmente anche per via degli acquisti operati dalla Banca Centrale nell'ambito del programma PSPP. Per evitare eccessivi disallineamenti di prezzo sul secondario e trarre profitto da migliori condizioni di finanziamento, il Tesoro ha allora offerto alcuni di questi titoli in asta, talora anche sostituendo il titolo in corso di emissione, quando questo mostrava, invece, minore attrattività.

In particolare, ciò è avvenuto nell'asta di fine dicembre 2016, che regolava il 2 gennaio 2017⁵, in cui è stato offerto un titolo originariamente trentennale, ma con una vita residua di 10 anni, in luogo del BTP *on-the-run* decennale, per un importo abbastanza contenuto (1 miliardo in asta cui, nella riapertura riservata agli Specialisti, sono stati aggiudicati ulteriori 5 milioni). Talora, invece, il titolo in corso di emissione è stato affiancato da un *off-the-run* di analoga scadenza, ripartendo opportunamente l'offerta in modo da massimizzare l'efficacia dell'emissione: è quanto si è verificato nel caso della tranche di un BTP con vita residua di circa tre anni (originariamente un quinquennale), offerta nell'asta di metà febbraio congiuntamente al triennale in corso di emissione, e a fine febbraio, quando il BTP decennale *benchmark* è stato affiancato da una *tranche* di un vecchio decennale, con vita residua pari a circa 9 anni.

Sul segmento a più lungo termine, spesso l'offerta di *on-the-run* e *off-the-run* è stata realizzata proponendo una "forchetta" di importi minimo e massimo congiunta per due titoli. Questa modalità viene adottata quando si ha sentore di una domanda adeguata per i titoli in emissione, ma il contesto di mercato risente di numerosi fattori di incertezza, per cui è bene che l'emittente sfrutti maggiori spazi di flessibilità nella ripartizione dell'emissione. Tale scelta è stata effettuata a più riprese; in occasione dell'asta di metà febbraio, quando al trentennale in corso di emissione è stato affiancato un titolo con vita residua di circa 22 anni (il BTP 1° agosto 2039); nell'asta di metà marzo, quando il BTP quindicennale *on-the-run* è stato proposto congiuntamente ad una tranche del BTP 1° settembre 2046; a metà maggio, con l'offerta congiunta del trentennale in corso di emissione e il BTP 1° settembre 2044 (vita residua 27 anni circa); infine a metà luglio, col quindicennale *on-the-run* proposto unitamente al BTP 1° febbraio 2037 (originariamente un trentennale, ma con vita residua di circa 20 anni).

A metà aprile, come già accennato, è stato offerto nella medesima asta il BTP 1° marzo 2030 (vita residua 13 anni circa) insieme al titolo ventennale *on-the-run*,

⁵ Tutte le aste di fine dicembre fanno già parte del programma di emissione dell'anno seguente, dato che vengono regolate il primo giorno lavorativo di gennaio.

ma senza indicazione congiunta degli importi assegnabili, in quanto la domanda su entrambi i titoli appariva ben definita.

Complessivamente, nel corso del 2017 sono stati emessi BTP nominali *off-the-run* per un ammontare complessivo pari a 10.680 milioni di euro.

Il rendimento medio ponderato all'emissione dei BTP nominali si è attestato a 0,23% per il titolo a 3 anni, 0,88% per quello a 5 anni, 1,52% per il comparto a 7 anni, 2,14% per il comparto a 10 anni, 2,59% per il BTP a 15 anni, 2,73% per il BTP a 20 anni, 3,46% per quello a 30 anni e, infine, 3,44% per il titolo a 50 anni. I rialzi, più o meno apprezzabili, si sono riscontrati durante le aste di febbraio e marzo per motivi ascrivibili, soprattutto, sia alle tensioni generalizzate sui titoli di Stato della periferia dell'area dell'euro, data l'incognita delle elezioni francesi, sia all'incertezza del quadro politico interno. A fine anno, invece, si è osservata una tendenza al ribasso piuttosto evidente su tutte le scadenze, con il rendimento del titolo triennale sceso perfino in territorio negativo. Complessivamente, nel corso del 2017, il rendimento medio ponderato dei BTP nominali, tenendo conto anche dei tassi all'emissione degli *off-the-run*, è risultato pari all'1,55%, contro l'1,14% registrato nel 2016.

GRAFICO III.9: RENDIMENTI IN ASTA DEI BTP CON SCADENZA FRA 3 E 10 ANNI – ANNO 2017 (valori percentuali)

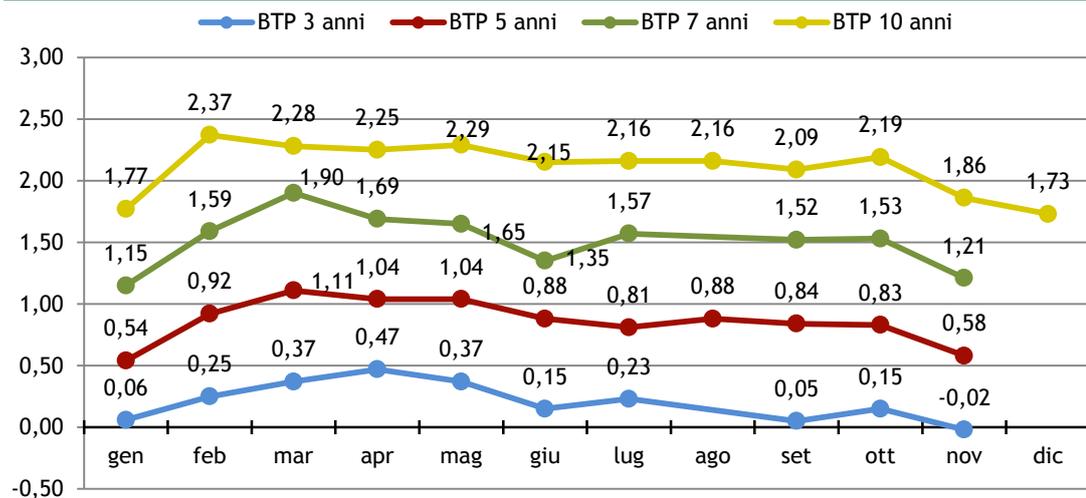
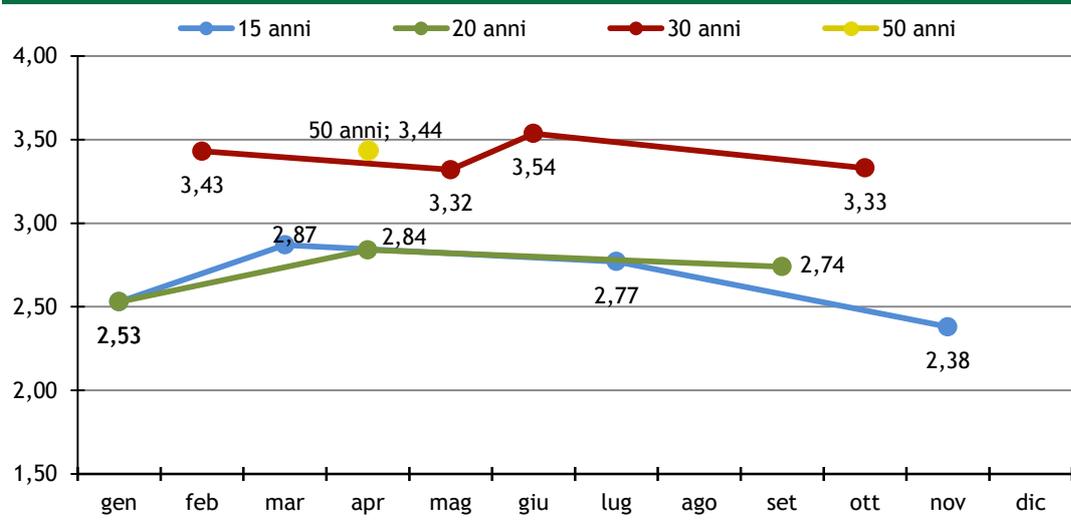


GRAFICO III.10: RENDIMENTI IN ASTA DEI BTP A LUNGO TERMINE – ANNO 2017 (valori percentuali)



Nell’arco dei dodici mesi, il circolante dei BTP ha registrato un incremento pari a 68.135 milioni di euro. In termini percentuali, questi titoli rappresentavano il 71,80% dello *stock* dei titoli di Stato alla fine del 2017, rispetto al 69,65% registrato a dicembre 2016.

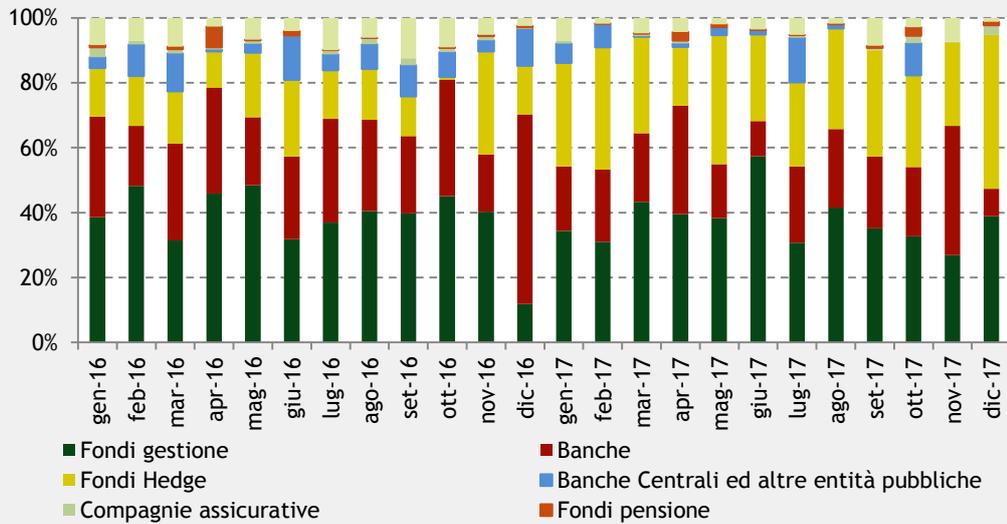
FOCUS Caratteristiche della domanda in asta per i BTP nominali: analisi per classi di investitori ed aree geografiche

I dati forniti dagli Specialisti in titoli di Stato nell’ambito delle comunicazioni secondo lo schema armonizzato adottato nell’ambito del Sottocomitato ESDM (*European Sovereign Debt Markets*) mostrano i flussi osservati dal momento di annuncio di un’asta fino al giorno successivo all’asta medesima, in cui si colloca la tranche supplementare riservata agli Specialisti. Questi dati risultano particolarmente significativi per i BTP nominali e rappresentano una buona *proxy* della domanda in asta da parte degli investitori finali.

Dall’esame della Figura 2 si può osservare come l’evoluzione principale nella composizione della domanda abbia riguardato il considerevole aumento della presenza di *hedge fund* rispetto ai due anni precedenti, cui ha fatto riscontro, in media, una riduzione abbastanza marcata della componente bancaria, mentre molto meno sensibile è stata la diminuzione dei fondi d’investimento. È stata invece mediamente significativa la minore presenza di banche centrali⁶ e altre istituzioni pubbliche, così come quella di imprese e investitori individuali. È opportuno sottolineare l’incremento osservato della componente *hedge fund* non è stato un fenomeno solo italiano, ma ha interessato la gran parte dei paesi europei.

⁶ È bene ricordare che le banche centrali qui censite non sono quelle dell’Unione Europea, di per sé non incluse in questi flussi, in quanto i Trattati vietano loro l’acquisto diretto in asta. Pertanto non sono inclusi gli acquisti effettuati in ambito PSPP. Anche in caso di acquisti sul secondario (che in prossimità dell’asta potrebbero rientrare in queste statistiche), gli Specialisti non sono autorizzati dalla BCE a dare disclosure di tali flussi.

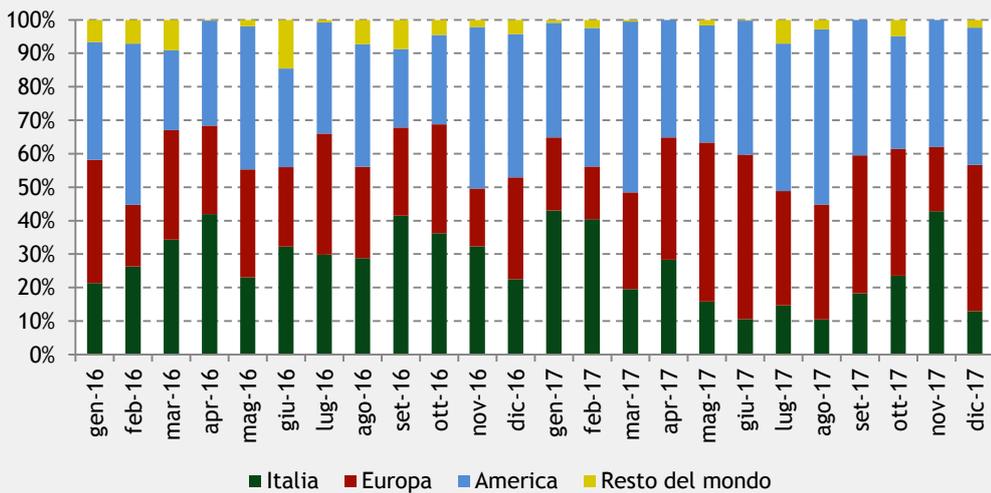
FIGURA 2 : COMPOSIZIONE PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2016-2017



Con riguardo alla ripartizione per provenienza geografica degli investitori, rispetto al 2016 emerge nettamente la riduzione della componente domestica, mentre si rileva, soprattutto da marzo in poi, una crescita importante di investitori europei, cui corrisponde pure un aumento della presenza americana ed una diminuzione degli investitori del resto del mondo (categoria all'interno della quale la componente asiatica è dominante).

La combinazione delle due serie di statistiche induce a ritenere che le banche italiane abbiano deciso di ridurre non marginalmente il loro portafoglio di BTP.

FIGURA 3 : COMPOSIZIONE PER AREA GEOGRAFICA DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2016-2017



I titoli indicizzati all'inflazione: BTP€i e BTP Italia

BTP€i

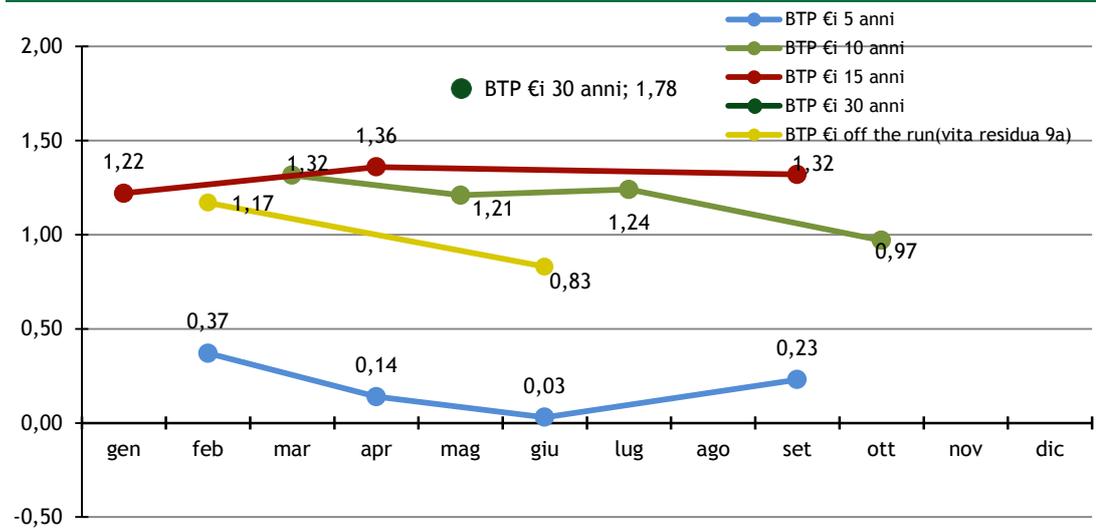
Nel comparto indicizzato, sono stati proposti sia il BTP€i, titolo indicizzato all'inflazione europea misurata dall'indice IAPC (senza tabacchi), sia il BTP Italia, lo strumento finanziario indicizzato all'inflazione italiana misurata dall'indice FOI (senza tabacchi).

Nelle Linee Guida per il 2017 si prevedeva un ritorno al comparto inflazione per volumi in emissione lievemente più consistenti rispetto alle scadenze, soprattutto perché si stimava una domanda nel settore in crescita, a causa di un rinnovato *consensus* degli investitori e degli analisti nel prevedere una crescita dei livelli di inflazione, sostenuta dalla ripresa economica e dagli interventi - convenzionali e non - di politica monetaria. Tuttavia, nel corso dell'anno si è assistito, di fatto, ad una dinamica inflattiva molto moderata che si è riflessa sulle aspettative di inflazione⁷, mantenendo quindi contenuta la domanda per i prodotti di investimento legati a questo indice. Pertanto, l'incremento di emissioni sul comparto non ha raggiunto dimensioni tali da compensare la scadenza di un titolo decennale, determinando emissioni nette negative per 2,7 miliardi.

In dettaglio, la riduzione più importante è avvenuta sul segmento a 5 anni, dove il quantitativo offerto in asta è stato di circa 2 miliardi inferiore rispetto al 2016. In tal senso, nonostante i livelli di *break-even-inflation* nel corso del 2017 si siano attestati su livelli intorno ai 70 punti base sul punto a 5 anni, la domanda per il comparto inflazione è stata più vivace sulla scadenza a 10 anni, sulla quale, come più ampiamente illustrato in seguito, il Tesoro è riuscito a collocare un nuovo *benchmark* tramite collocamento sindacato. Nei punti più lunghi a 15 e 30 anni, invece, i quantitativi offerti sono stati in linea o solo lievemente inferiori rispetto a quelli del 2016, nonostante i tassi reali presenti sul mercato siano stati di circa 20/30 punti base più elevati rispetto all'anno precedente e i livelli di *break-even-inflation* abbiano recuperato livelli più normali, aumentando progressivamente di 70 punti base nel segmento a 15 anni e di 40 punti base su quello a 30 anni.

Nei fatti, come riflesso di una domanda altalenante, sul versante dei rendimenti reali all'emissione, nel corso del 2017 non è emersa una tendenza univoca (v. Grafico III.11).

⁷ Gli investitori per stimare le aspettative di inflazione prendono come proxy di riferimento il Forward 5y5y negoziato sul mercato.

GRAFICO III.11: RENDIMENTI REALI ALL'EMISSIONE DEI BTP€i (valori percentuali)

Il Tesoro è comunque riuscito ad emettere BTP€i in misura superiore all'anno precedente, con emissioni lorde che sono state, complessivamente, pari a 13.550 milioni di euro in termini nominali, contro i 12.422 milioni di euro collocati nel 2016, mentre è stato rimborsato un titolo decennale per un importo rivalutato pari a 16.019⁸ milioni di euro. Nel dettaglio, per quanto riguarda i titoli *on-the-run*, sono stati collocati 2.895 milioni nel segmento a 5 anni, 6.859 milioni sul 10 anni, 2.326 milioni per la scadenza a 15 anni e 472 milioni su quella trentennale. Inoltre, il Tesoro ha riaperto due volte un titolo *off-the-run* (il BTP€i 15/03/2011 - 15/09/2026), con vita residua di 9 anni, per complessivi 998 milioni di euro. Il rapporto di copertura in asta è risultato molto più sensibile alle dimensioni dell'offerta rispetto ai titoli nominali, mostrando una netta correlazione inversa con gli importi in asta, a riprova della minore estensione della base di investitori in questo comparto. Il *bid to cover ratio*, infatti, è stato in media pari a 1,96, ma con oscillazioni piuttosto significative, andando da un minimo di 1,35 a un massimo di 2,72.

Pur con qualche variazione, la domanda in asta di questa categoria di titoli è stata abbastanza bilanciata tra la componente domestica e quella estera, quest'ultima con una netta prevalenza di investitori europei. Nel corso dell'anno si è manifestata la tendenza ad una riduzione della componente bancaria, cui si è contrapposto un aumento significativo dei fondi d'investimento e degli *hedge fund*.

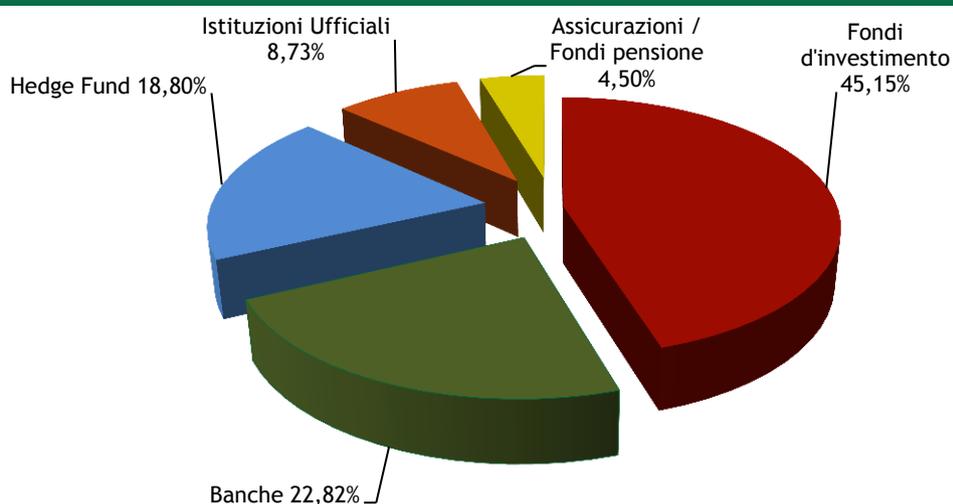
Al di là dell'offerta in asta, realizzata offrendo di volta in volta i titoli maggiormente richiesti dal mercato, l'operazione più significativa si è tenuta sulla scadenza a 10 anni, con il collocamento nel mese di marzo del BTP€i 15/11/2016 - 15/05/2028, cedola reale dell'1,3%, per mezzo di un sindacato costituito da cinque *lead manager* - Deutsche Bank A.G., JP Morgan Securities PLC., Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A., Société Générale Inv.

⁸ Tale importo è dato dalla somma di 88,5 milioni rimborsati anticipatamente nell'ambito dell'operazione di scambio del mese di marzo e i residui 15.930 circa rimborsati alla scadenza di metà settembre (valori rivalutati per l'inflazione maturata).

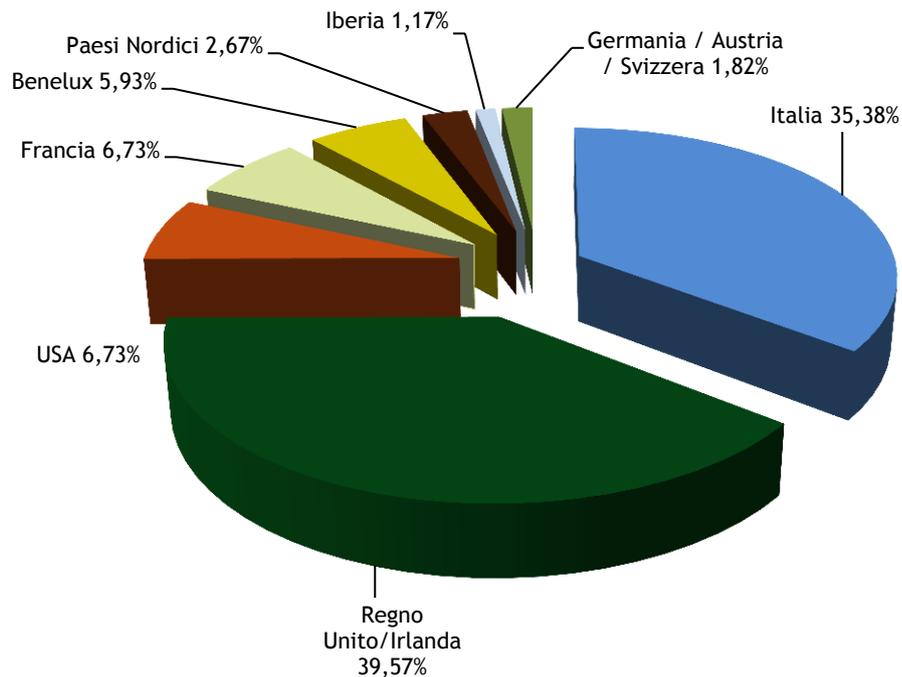
Banking e UBS Ltd - e dai restanti Specialisti in titoli di Stato in qualità di *co-lead manager*. Il nuovo titolo è stato regolato il 14 marzo per un importo di 3.000 milioni di euro, a fronte di una domanda complessiva di circa 6,4 miliardi di euro espressa da 95 investitori. Il rendimento lordo annuo reale all'emissione è risultato dell'1,316%, dato il prezzo di collocamento di 99,878.

Dell'ammontare complessivamente emesso, circa il 45,2% è stato assegnato a fondi d'investimento, mentre le banche si sono aggiudicate circa il 22,8%. Una quota superiore al 13% è stata collocata presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo (fondi pensione e assicurazioni per il 4,5% e istituzioni ufficiali per l'8,7%), mentre la quota sottoscritta da *hedge fund*, così come registrato nel comparto dei BTP nominali, è stata del 18,8%, superiore alla norma osservata in passato. Peraltro, la maggiore presenza di questa categoria di investitori ha caratterizzato tutte le emissioni sindacate della prima metà del 2017 effettuate da sovrani dell'Eurozona (Francia, Belgio e Spagna).

GRAFICO III.12: DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORI DEL BTPI 15 MAGGIO 2018



La distribuzione geografica del collocamento ha visto un'elevata partecipazione di investitori residenti nel Regno Unito e Irlanda (39,6%). La quota collocata presso gli investitori domestici è risultata la seconda in termini di importanza, attestandosi al 35,4%. Tra gli altri investitori esteri, significativa è stata la quota allocata presso gli investitori residenti in Francia (6,7%), in Benelux (5,9%), nei Paesi nordici (2,7%), mentre è risultata molto parcellizzata la distribuzione in altri Stati europei. Al di fuori dell'Europa, gli investitori statunitensi si sono aggiudicati circa il 6,7% dell'emissione.

GRAFICO III.13: DISTRIBUZIONE PER AREA GEOGRAFICA DEL BTP €15 MAGGIO 2023

BTP Italia

Per quanto riguarda il BTP Italia, il 2017 è stato caratterizzato da un importo record di scadenze. Infatti, venivano a maturazione le due emissioni del 2013, entrambe caratterizzate da una domanda particolarmente importante, soddisfatta al 100%, per un totale di oltre 39 miliardi di euro. La scadenza di novembre, in particolare, risultava particolarmente impegnativa, sia per l'importo (circa 22,3 miliardi di euro) sia per il fatto di posizionarsi in un mese e in una settimana in cui il livello di disponibilità liquide del Tesoro era abbastanza limitato. Come ampiamente illustrato nell'apposito paragrafo, per mitigare l'impatto di questa situazione, nel mese di aprile è stata condotta una specifica operazione di concambio.

Le emissioni di BTP Italia dell'anno sono state due, condotte in maggio e in novembre, ed hanno ricevuto una buona accoglienza, pur rimanendo contenute nell'ambito di importi non così rilevanti come quelli dei titoli in scadenza, in primo luogo perché il livello estremamente basso dei tassi cedolari ha disincentivato una partecipazione eccessiva da parte degli investitori *retail* (che comunque hanno continuato ad esprimere un notevole apprezzamento per questo titolo), ma anche perché il Tesoro ha ormai affinato una modalità di emissione che contingente la domanda degli investitori istituzionali e consente di non dover più fronteggiare volumi in scadenza potenzialmente problematici.

Da segnalare che nel 2017, proprio per tenere conto della generale propensione del risparmiatore *retail* - primo destinatario di questo titolo - a non investire in strumenti di durata troppo lunga, dopo due anni in cui il titolo era stato proposto con una scadenza di 8 anni, si è tornati alla durata di 6 anni offerta già nel 2014. In questo modo, chi aveva investito nel 2013 in un BTP Italia

quadriennale era in qualche modo incoraggiato al rinnovo in un titolo con le medesime caratteristiche e più lungo di soli due anni.

In particolare, il 22 maggio è stata regolato il BTP Italia 22/05/2017 - 22/05/2023, il cui tasso cedolare reale definitivo è stato fissato a 0,45%, pagato in due cedole semestrali. L'importo emesso è stato pari a 8.590 milioni di euro e coincide con il controvalore dei contratti di acquisto validamente conclusi alla pari sul MOT (il Mercato Telematico delle Obbligazioni e Titoli di Stato di Borsa Italiana) attraverso Banca IMI S.p.A. e Unicredit S.p.A.

Il periodo di collocamento è stato, come ormai consueto, distinto in due fasi, di cui la prima - dedicata a investitori individuali e affini - si è svolta tra il 15 e il 17 maggio. Durante questa fase sono stati assegnati 3.190 milioni di euro, corrispondenti a un numero di contratti pari a 55.945, di cui il 49% quelli di importo inferiore ai 20.000 euro e l'82% i contratti fino a 50.000 euro. La quota di investitori individuali (58%) è risultata superiore a quella del *private banking* (42%), mentre per quanto riguarda la ripartizione geografica degli ordini ricevuti durante la prima fase, si stima che circa il 92% sia stato sottoscritto da investitori domestici contro l'8% collocato all'estero.

Nella seconda fase del collocamento, dedicata agli investitori istituzionali, che si è svolta il 18 maggio nell'arco di due ore, il numero delle proposte di adesione pervenute ed eseguite è stato pari a 427, per un controvalore emesso pari a 5.400 milioni di euro, a fronte di un totale richiesto di 7.041 milioni di euro. Il 66% del controvalore relativo a questa fase è stato collocato presso le banche, il 27% presso fondi d'investimento, il 3% presso banche centrali e istituzioni sovranazionali e la restante quota ripartita tra assicurazioni e altre istituzioni. Anche nella seconda fase, significativa è stata la presenza di investitori italiani, che hanno sottoscritto circa il 74% dell'emissione. Tra gli investitori esteri, le quote maggiori sono state sottoscritte da investitori residenti in Regno Unito e Irlanda (15%) e in Svizzera (5%), mentre il restante 6% è stato collocato presso investitori di altri paesi europei.

La seconda e ultima emissione di BTP Italia dell'anno è stata regolata il 20 novembre. L'importo emesso del titolo 20/11/2017 - 20/11/2023, che corrisponde un tasso cedolare reale definitivo dello 0,25%, è stato pari a 7.107 milioni di euro, coincidente con il controvalore complessivo dei contratti di acquisto sul MOT, collocati attraverso BNP Paribas e Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.

Nel corso della prima fase del collocamento, dal 13 al 15 novembre, sono stati conclusi 62.563 contratti, per un controvalore pari a 3.757 milioni di euro, di cui il 47% è stato di importo inferiore ai 20.000 euro mentre, se si considerano i contratti fino a 50.000 euro si arriva circa al 79% del totale relativo a questa fase. Per quanto riguarda le caratteristiche degli investitori, i soggetti individuali e il *private banking* hanno rappresentato una quota rispettivamente pari al 54% e al 46%. La ripartizione geografica ha visto una presenza di investitori domestici per circa il 98%, mentre il rimanente 2% è risultato collocato all'estero.

Nella seconda fase del collocamento, svoltasi il 16 novembre per circa 2 ore, il numero delle proposte di adesione eseguite è stato pari a 557, per un controvalore emesso pari a 3.350 milioni di euro, a fronte di un totale richiesto di 10.777 milioni di euro. La ripartizione per tipologia di investitori è stata la seguente: il 73% dell'ammontare è stato collocato presso le banche, il 17% ai fondi

d'investimento, una stessa quota del 4% è stata allocata sia ad assicurazioni sia a *hedge fund*, l'1% a Banche Centrali e istituzioni sovranazionali e il restante ad altre istituzioni. In questa fase del collocamento gli investitori italiani hanno sottoscritto circa l'84% del totale emesso, ma rilevante è stato anche l'ammontare di cui sono risultati aggiudicatari soggetti residenti in Regno Unito e Irlanda (circa il 13%). Il restante 3% dell'emissione relativa a questa fase è stato collocato presso investitori di altri paesi, principalmente europei.

La combinazione di scadenze ed emissioni ha fatto sì che nel corso del 2017 lo *stock* dei BTP Italia si riducesse di un importo pari a -23.632 milioni di euro. Alla fine dell'anno, questo titolo ha rappresentato il 3,48% dello *stock* complessivo dei titoli di Stato, rispetto al 4,82% registrato alla fine del 2016.

Nell'insieme, il comparto indicizzato costituito da BTP€i e da BTP Italia ha chiuso l'anno con uno *stock* rivalutato per l'inflazione pari a 213.228 milioni di euro, riducendosi del 10,16% rispetto ai 237.350 milioni di euro del 2016. Tale comparto ha rappresentato l'11,18% dei titoli di Stato alla fine del 2017, rispetto al 12,71% relativo all'anno prima.

Titoli a tasso variabile: CCTeu

Nel comparto del tasso variabile, si è registrato un ammontare di scadenze pari a circa 30 miliardi di euro (tra cui l'ultimo CCT con indicizzazione al tasso BOT a 6 mesi, scaduto a marzo), un volume considerevolmente superiore rispetto ai circa 13 miliardi di euro rimborsati l'anno prima. Tenendo conto anche della buona *performance* che questo comparto aveva fatto registrare nel corso del 2016, in termini di valutazione sul mercato secondario, il Tesoro nel 2017 ha incrementato le emissioni lorde di CCTeu, che sono risultate pari a 31.023 milioni di euro rispetto ai 28.854 milioni di euro del 2016.

Dopo aver chiuso con l'asta di fine marzo il titolo con scadenza 15 febbraio 2024, che ha raggiunto un circolante di poco inferiore a 15 miliardi, nell'anno sono state aperte due nuove linee: il CCTeu 15 aprile 2017 - 15 ottobre 2024, che ha terminato il suo ciclo con un volume di 13.750 milioni, e il CCTeu 15 ottobre 2017-15 aprile 2025, proposto nelle aste regolate a inizio di novembre e dicembre, che a fine anno ha raggiunto quasi i 6,6 miliardi di circolante. Da notare come le variazioni dei tassi di mercato abbiano significativamente pesato sulla fissazione dello *spread* sull'Euribor: mentre il titolo con scadenza febbraio 2024, lanciato a fine ottobre 2016, recava uno *spread* dello 0,75%, al CCTeu ottobre 2024, aperto a fine aprile - quando ancora non si era chiuso il ciclo delle elezioni presidenziali francesi - è stato assegnato uno *spread* del'1,10% e al CCTeu aprile 2025 uno dello 0,95%.

I CCTeu sono stati proposti sempre nella scadenza settennale, a fronte di una domanda vivace e sostenuta, anche se pure gli *off-the-run* sono stati oggetto di molto interesse, al punto che nell'asta di fine febbraio è stato proposto, congiuntamente al titolo in corso di emissione, il CCTeu 15 dicembre 2022. Il *bid-to-cover ratio* ha oscillato tra l'1,29 dell'asta di fine aprile e il 2,16 registrato sull'*off-the-run* proposto a fine febbraio, con una media pari all'1,57.

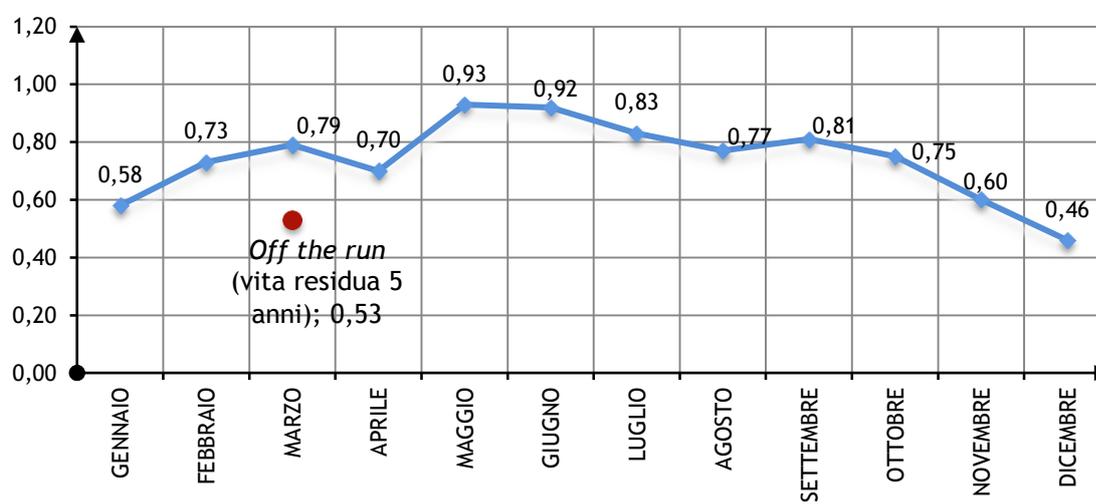
Riguardo alla composizione della domanda in asta, da quanto si evince dalle comunicazioni degli Specialisti, i CCTeu sono caratterizzati da una maggiore presenza di investitori italiani, che superano, anche se non di molto, gli esteri;

questi ultimi, peraltro, risultano quasi esclusivamente europei. Nel corso dell'anno si è osservata una graduale riduzione delle banche commerciali, compensata da un significativo incremento dei fondi d'investimento e da una presenza più modesta (ma significativa) di *hedge fund* (che nel 2016 erano pressoché assenti); da rilevare, inoltre, una quota non trascurabile di banche centrali e altre istituzioni ufficiali, limitatamente alla prima metà dell'anno.

Alla fine dell'anno, comunque, anche per effetto delle operazioni di concambio e di riacquisto, il circolante dei titoli a tasso variabile ha subito una limatura al ribasso di quasi 1,8 miliardi in valori assoluti e, in termini relativi, è passato dal 7,21% del 2016 al 6,97% dello *stock* complessivo di titoli di Stato a fine 2017.

Il relativo rendimento medio ponderato misurato all'emissione si è attestato allo 0,73%, in rialzo rispetto lo 0,54% registrato nel 2016.

GRAFICO III.14: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI CCTeu NEL 2017 (valori percentuali)



Operazioni straordinarie

Nel corso del 2017 il Tesoro è stato particolarmente attivo sul fronte delle operazioni straordinarie, in termini sia di concambi, sia di riacquisti di titoli sul mercato miranti direttamente alla riduzione del debito.

Concambi

Per quanto riguarda i concambi sono state effettuate sei operazioni, di cui cinque, come di consueto, attraverso il sistema telematico di negoziazione, che consente di operare direttamente e in modo dinamico sulla piattaforma del mercato secondario regolamentato all'ingrosso (MTS). L'obiettivo principale è stato quello di smussare il profilo delle scadenze in un orizzonte futuro di circa tre anni. In particolare, sono stati oggetto di riacquisto anche titoli in scadenza entro lo stesso 2017, molto carico di rimborsi, come precedentemente accennato, soprattutto nella seconda metà dell'anno.

In secondo luogo, si è puntato a correggere i disallineamenti di prezzo sul mercato secondario, che possono influire in maniera negativa anche sull'attività di emissione in asta, offrendo in emissione titoli particolarmente richiesti.

I prezzi dei titoli proposti sono risultati sensibilmente superiori a quelli dei titoli riacquistati, permettendo, come ulteriore effetto, una riduzione netta del debito nominale complessivamente pari, a fine anno, a -2.867 milioni di euro⁹. E' bene sottolineare che, in condizioni ordinarie, la domanda per titoli con prezzi così elevati è abbastanza esigua, poiché la maggior parte degli operatori predilige strumenti con cedole allineate ai livelli correnti di mercato e, quindi, prezzi vicini alla pari. Tuttavia, la presenza della Banca Centrale in attuazione del PSPP ha generato un effetto di scarsità sul mercato, che ha reso questi titoli *off-the-run* insolitamente attraenti.

Ove possibile, si è cercato di offrire in emissione titoli con un circolante non troppo elevato, mentre la forte domanda ha rappresentato una costante, così come la presenza di tensioni sul mercato dei pronti contro termine, dovute alla scarsa disponibilità di tali titoli sul mercato. Per quanto riguarda i titoli in riacquisto, i parametri adottati nella scelta si sono focalizzati su circolanti elevati, prezzi prossimi o sotto la pari e scadenze in mesi caratterizzati da un'elevata concentrazione dei rimborsi.

I dettagli di ciascun concambio sono riportati nelle seguenti tabelle.

TABELLA III.3.A: OPERAZIONE DI CONCAMBIO TELEMATICO DEL 17/3/2017 (milioni di euro)

Data dell'asta	17/03/2017				
Data di regolamento	21/03/2017				
Titolo in emissione	BTP 01/08/2003 - 01/08/2034				
Importo assegnato	1.368				
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	125,369				
Dietimi (gg.)	48				
Titoli in riacquisto	Data emissione	scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/02/2002	01/08/2017	5,25%	102,055	159,685
BTP€i	15/03/2006	15/09/2017	2,10% ⁽⁴⁾	102	75,765
BTP	01/11/2012	01/11/2017	3,5	102,311	275,698
BTP	15/10/2014	15/01/2018	0,75%	100,795	429,081
BTP	01/08/2007	01/02/2018	4,50%	104,085	717,927
				Totale riacquistato	1.658,156

⁹ In realtà, la somma degli impatti delle singole operazioni porterebbe ad una riduzione maggiore (-2.962 milioni), ma dato che nel concambio di marzo sono stati ritirati dal mercato circa 467 milioni di titoli con scadenza naturale nel 2017, l'effetto di minor debito a fine anno si limita a 2.867 milioni circa.

TABELLA III.3. B: OPERAZIONE DI CONCAMBIO TELEMATICO DEL 7/7/2017 (milioni di euro)

Data dell'asta	07/07/2017				
Data di regolamento	11/07/2017				
Titolo in emissione	BTP 01/02/2002 - 01/02/2033				
Importo assegnato	1.807				
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	136,432				
Dietimi (gg.)	160				
Titoli in riacquisto	Data emissione	scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
CCTeu	15/04/2011	15/04/2018	0,758% ⁽¹⁾	100,825	453,260
BTP	01/02/2008	01/08/2018	4,50%	105,134	583,978
BTP	01/09/2013	01/12/2018	3,50%	105,202	518,682
BTP	01/02/2003	01/02/2019	4,25%	106,850	536,301
BTP	01/03/2009	01/09/2019	4,25%	109,000	252,840
Totale riacquistato					2.345,061

(1) Cedola semestrale in corso

TABELLA III.3. C: OPERAZIONE DI CONCAMBIO TELEMATICO DEL 4/10/2017 (milioni di euro)

Data dell'asta	04/10/2017				
Data di regolamento	06/10/2017				
Titolo in emissione	BTP 01/11/1996 - 01/11/2026				
Importo assegnato	2.000				
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	143,451				
Dietimi (gg.)	158				
Titoli in riacquisto	Data emissione	scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	02/04/2013	01/06/2018	3,50%	102,531	537,931
CCTeu	01/05/2013	01/11/2018	1,552% ⁽¹⁾	102,009	831,867
BTP	01/09/2008	01/03/2019	4,50%	106,683	287,738
BTP	01/07/2014	01/08/2019	1,50%	103,025	515,216
BTP	01/03/2009	01/09/2019	4,25%	108,390	582,270
Totale riacquistato					2.755,022

(1) Cedola semestrale in corso

TABELLA III.3. D: OPERAZIONE DI CONCAMBIO TELEMATICO DEL 17/11/2017 (milioni di euro)

Data dell'asta	17/11/2017				
Data di regolamento	21/11/2017				
Titolo in emissione	BTP 01/02/2002 - 01/02/2033				
Importo assegnato	2.000				
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	142,711				
Dietimi (gg.)	112				
Titoli in riacquisto	Data emissione	scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/02/2008	01/08/2018	4,50%	103,440	686,447
BTP	01/09/2013	01/12/2018	3,50%	104,018	576,222
BTP	01/02/2003	01/02/2019	4,25%	105,524	439,518
BTP	03/02/2014	01/05/2019	2,50%	104,070	750,770
BTP€i	15/03/2008	15/09/2019	2,35% ⁽¹⁾	106,945	248,905
Totale riacquistato					2.701,862

(1) Cedola reale

TABELLA III.3. E: OPERAZIONE DI CONCAMBIO TELEMATICO DEL 15/12/2017 (milioni di euro)

Data dell'asta	15/12/2017				
Data di regolamento	19/12/2017				
Titolo in emissione	BTP 01/08/2007 – 01/08/2039				
Importo assegnato	2.000				
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	136,765				
Dietimi (gg.)	140				
Titoli in riacquisto	Data emissione	scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
CTZ	30/03/2016	28/03/2018	-	100,137	550,420
CCTeu	15/04/2011	15/04/2018	0,726% ⁽¹⁾	100,405	360,932
BTP	01/02/2008	01/08/2018	4,50%	103,096	159,196
BTP	03/02/2014	01/05/2019	2,50%	103,913	344,820
BTP	01/07/2014	01/08/2019	1,50%	103,010	1.261,321
Totale riacquistato					2.676,790

(1) Cedola semestrale in corso

Per tutte le operazioni sopra descritte, la differenza della vita residua che intercorre tra i titoli offerti in emissione (tra i 9 e i 22 anni) e quella dei titoli riacquistati (fino a 2 anni) ha determinato un allungamento della vita media del debito.

La sesta operazione di concambio ha presentato delle peculiarità rispetto alle precedenti. In questo caso, infatti, il concambio è stato condotto tramite la costituzione di un sindacato formato da due Specialisti in titoli di Stato - Banca IMI S.p.A. e UniCredit S.p.A. - ai quali è stato conferito un mandato per il riacquisto del BTP Italia 12/11/2013 - 12/11/2017, cedola reale annua del 2,15%, ritirato parzialmente dal mercato per 4,17 miliardi di euro, a fronte di una offerta complessiva pari a circa 7,1 miliardi di euro. Del suddetto importo, circa il 63% è stato riconsegnato da banche, il 34% da gestori di fondi, mentre il restante 3% da istituzioni sovranazionali e assicurazioni. La composizione geografica ha posto in evidenza che l'87% dell'offerta soddisfatta nella fase di riacquisto è pervenuta da investitori domestici, mentre tra gli investitori esteri la quota più significativa, pari a circa l'11%, è stata riacquistata da residenti nel Regno Unito. La quota residuale di circa il 2% è stata, infine, di provenienza francese e mediorientale.

Contestualmente, alle stesse banche è stato affidato il mandato mediante il quale sono stati collocati i BTP nominali con scadenze febbraio 2020, marzo 2025, novembre 2027 e marzo 2032 e il CCTeu luglio 2023, per un totale di 4,2 miliardi di euro, pressoché equamente distribuito tra i titoli oggetto dell'emissione. Questi ultimi sono stati sottoscritti per circa l'87% da banche, il 10% da *fund manager* e il restante 3% assegnato ad istituzioni sovranazionali. Dal punto di vista della provenienza geografica, la quota più elevata è stata collocata presso investitori domestici, che si sono aggiudicati circa l'81% del totale emesso. La partecipazione di maggior rilievo tra gli investitori esteri è stata rappresentata dai residenti in Regno Unito, destinatari di circa il 14% dell'emissione, mentre il restante è stato collocato presso investitori lussemburghesi (3,5%) e statunitensi (1,5%).

L'operazione si è resa opportuna in considerazione del fatto che non solo l'importo di BTP Italia da rimborsare era il più grande in assoluto per questa tipologia di titoli, ma che ciò si verificava in novembre - mese in cui la riserva di liquidità accumulata con gli introiti fiscali estivi si assottiglia fisiologicamente -

per la precisione il giorno 12 del mese stesso, quando tipicamente non si registrano entrate di rilievo né si regolano aste di emissione. Inoltre, il 1° novembre era già scaduto un BTP nominale per quasi 16 miliardi, al cui rimborso, peraltro, avevano concorso anche le risorse disponibili sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

TABELLA III.4: OPERAZIONE DI CONCAMBIO DEL 25/5/2017 (milioni di euro)

Data dell'asta	25/05/2017				
Data di regolamento	01/06/2017				
Titolo riacquistato	BTP 01/08/2007 – 01/08/2039				
Nominale riacquistato	4.170				
Prezzo di riacquisto	101,74				
Titoli emessi	Data emissione	scadenza	Cedola	Prezzo di collocamento	Importo assegnato
BTP	01/02/2004	01/02/2020	-	100,137	550,420
BTP	01/03/2009	01/03/2025	0,726% ⁽¹⁾	100,405	360,932
BTP	01/11/1997	01/11/2027	4,50%	103,096	159,196
BTP	01/03/2015	01/03/1932	2,50%	103,913	344,820
CCTeu	15/01/2016	15/07/2023	1,50%	103,010	1.261,321
Totale emesso					4.200,000

(1) Cedola semestrale in corso

Operazioni di riduzione del debito

Utilizzo del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato

Riguardo agli interventi di riduzione del debito, come sopra accennato, le risorse disponibili sul Fondo ammortamento (599 milioni di euro) sono state utilizzate a rimborso parziale del BTP 01/11/2012 - 01/11/2017. L'opzione del rimborso a scadenza ha permesso di massimizzare l'effetto di riduzione dello *stock* di debito esistente, rispetto ad un'operazione di riacquisto, dal momento che i corsi dei titoli sul mercato secondario risultavano quasi tutti sopra la pari, in molti casi anche significativamente. Si è dunque scelto di evitare un esborso di cassa aggiuntivo - quello pari alla differenza tra la quotazione di mercato e l'importo nominale, al quale i titoli vengono rimborsati - che non sarebbe andato a beneficio immediato dello scopo a cui il Fondo ammortamento è preordinato.

Le suddette disponibilità erano state generate, principalmente, dal rimborso delle quote capitale delle rate di ammortamento delle anticipazioni erogate dallo Stato a regioni ed enti locali a vario titolo¹⁰, dalle commissioni versate a fronte della garanzia statale prestata sulle passività bancarie per fronteggiare situazioni di crisi, nonché dalle donazioni dei privati.

¹⁰ Ripagamento dei debiti commerciali, ristrutturazione dei debiti del settore sanitario e simili (D.L. 35/2013, convertito con modificazioni dalla L. 64/2013; D.L. 102/2013, convertito con modificazioni dalla L. 124/2013; D.L. 66/2014, convertito con modificazioni dalla L. 89/2014).

Operazioni di riacquisto sul mercato

Una volta superata la scadenza del BTP Italia del 12 novembre (che, se pur ridotta dal concambio speciale del mese di maggio, era rimasta comunque superiore ai 18 miliardi) ed incassato il netto ricavo dell'emissione del nuovo BTP Italia regolato il 20 novembre, l'ampia disponibilità di cassa ha consentito di portare a termine diverse operazioni di riacquisto, sia con asta pubblica eseguita in Banca d'Italia, sia con operazioni di tipo bilaterale che prevedono il conferimento da parte del Tesoro di uno specifico incarico ad intermediari individuati tra gli Specialisti in titoli di Stato. Tale operatività, più intensa del solito (almeno con riguardo agli ultimi anni), è stata motivata dall'obiettivo di saldo del conto disponibilità di fine anno, che già nei numeri del DEF pubblicato nel mese di aprile era stato fissato intorno ai 30 miliardi. Ciò in quanto il 2018 è un anno caratterizzato da un volume di scadenze significativamente inferiore rispetto al 2017 e ben distribuito nei vari mesi. Non serviva, quindi eccedere nella riserva di liquidità, dato che questa, ai livelli di tassi negativi cui sono soggette le giacenze liquide per via della politica monetaria ultra-accomodante, rappresenta un costo.

Sono state, quindi, realizzate quattro operazioni di riacquisto: due con il meccanismo di asta competitiva in Banca d'Italia e due con negoziazione bilaterale. In particolare, il riacquisto mediante asta competitiva (cd. *Reverse auction*) prevede che il Tesoro possa riacquistare dagli operatori Specialisti più titoli contemporaneamente per importi complessivi considerevoli. Due giorni lavorativi prima dell'operazione sono annunciati i titoli oggetto del riacquisto e il meccanismo d'asta in Banca d'Italia è molto simile a quello delle aste ordinarie dei titoli di Stato. Una volta inserite le offerte, il Tesoro ha facoltà di escludere quelle presentate a prezzi non in linea col mercato. Trattandosi di un'asta competitiva, le offerte accettate sono regolate al prezzo indicato da ciascun operatore.

Le negoziazioni bilaterali, invece, sono procedure più snelle e sono utilizzate solitamente per il riacquisto di singoli titoli per importi più contenuti. In questo caso il Tesoro dà mandato ad uno Specialista indicando il titolo da riacquistare, l'ammontare massimo, lo *spread* sul prezzo di mercato e l'orizzonte temporale entro cui concludere l'operazione, mantenendo in ogni caso la facoltà di modificare le condizioni dell'incarico nel caso in cui le condizioni di mercato si modificassero.

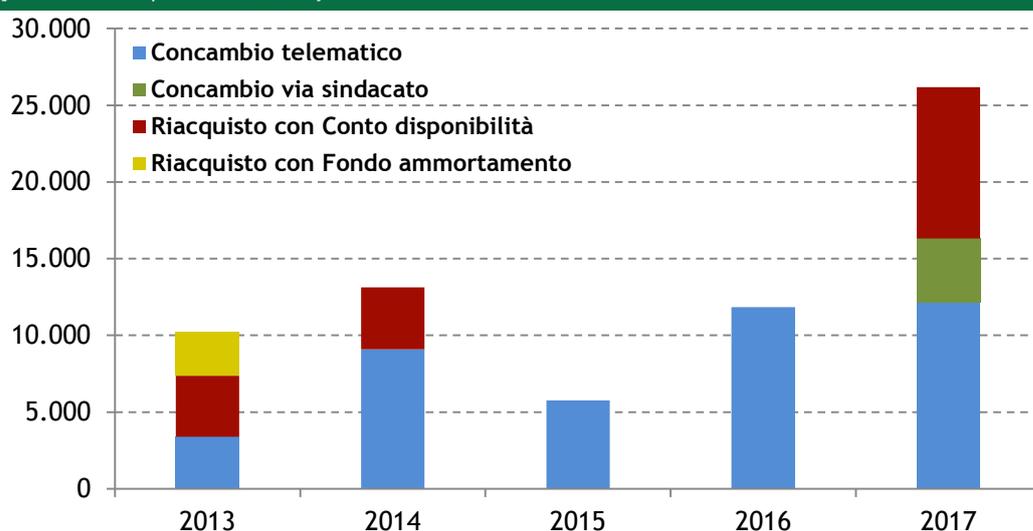
Complessivamente, il 43% dei titoli riacquistati sono stati BTP, mentre il restante 57% ha riguardato CTZ e CCTeu. Anche per questa tipologia di operazioni i criteri di selezione dei titoli riacquistati sono stati i medesimi utilizzati nel concambio: titoli con scadenze concentrate in periodi impegnativi per i rimborsi e con prezzi non particolarmente alti, di norma molto vicini alla pari, al fine di amplificare l'effetto positivo sul debito. I titoli coinvolti nei riacquisti sono stati maggiormente quelli con scadenza nel 2018 e nel 2019, a cui si sono aggiunti un titolo dell'area 2020 e uno in scadenza nel 2021.

TABELLA III.5: RIEPILOGO DELLE OPERAZIONI DI RIACQUISTO DEL 2017 (importi nominali, milioni di euro)

Data regolamento	Titoli acquistati		Ammontare acquistato	Tipologia operazione
	Tipologia	Anno scadenza		
24/11/2017	BTP, CCTeu e CTZ	2018-19-21	5.503	Asta competitiva in Banca d'Italia
05/12/2017	CTZ	2019	700	Operazione bilaterale
11/12/2017	CTZ	2019	450	Operazione bilaterale
21/12/2017	BTP, CCTeu e CTZ	2018-19-20	3.225	Asta competitiva in Banca d'Italia
Totale riacquistato			9.878	

Grazie alla cospicua attività delle operazioni straordinarie, il Tesoro è riuscito a ridurre complessivamente lo stock di titoli in circolazione a fine anno, in termini nominali, di 12.735 milioni di euro - di cui 9.878 mln di euro attraverso i *buyback* e 2.857 milioni con i concambi - contro i 2.792 milioni dello scorso anno.

GRAFICO III.15: AMMONTARE RIACQUISTATO NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE - ANNI 2013-2017 (importi nominali, milioni di euro)



Titoli esteri

Nel corso del 2017 non hanno avuto luogo emissioni di titoli internazionali, mentre sono stati rimborsati complessivi 3.357 milioni di euro di titoli a medio - lungo termine.

Nel comparto Global, è scaduto un titolo nel mese di giugno, per un controvalore pari a 1.800 milioni di euro. Per quanto riguarda il comparto *medium term note* (EMTN), sono scaduti 1.210 milioni di euro di titoli a tasso fisso, mentre a maggio è stato rimborsato anticipatamente un titolo emesso in yen giapponesi, che aveva originariamente scadenza nel 2036, per un controvalore di 175 milioni di euro, a fronte dell'esercizio da parte del Tesoro di un'opzione di rimborso anticipato (*call*). Infine, i restanti 172 milioni di euro sono relativi alle rate di rimborso di alcuni EMTN con struttura ad ammortamento.

Il totale dei titoli esteri¹¹ in circolazione, denominati sia in euro che in valuta, si è ridotto per un importo pari a -3.642 milioni di euro nell'arco dei dodici mesi, rappresentando il 2,32% dello *stock* complessivo dei titoli di Stato, rispetto al 2,56% registrato alla fine del 2016.

L'assenza di emissioni nel formato Global è stata determinata essenzialmente dall'assetto ancora incompleto della disciplina delle garanzie bilaterali sulle esposizioni in derivati, i cui decreti attuativi sono stati emanati solo a dicembre. Poiché, infatti, i costi associati alle coperture di cambio, senza un regime di collateralizzazione bilaterale, avrebbero reso l'emissione in valuta (dollaro *in primis*) troppo costosa, è stato preferibile non accedere a questo canale di finanziamento.

Il comparto EMTN in euro, invece, funziona da tempo con un meccanismo a richiesta da parte di investitori istituzionali. Nel 2017 tale domanda non è emersa, probabilmente anche perché, con l'inserimento delle scadenze nominali a 20 e 50 anni, l'offerta di titoli in formato pubblico si è notevolmente ampliata e la curva italiana dei rendimenti è la più "popolata" tra quelle degli emittenti sovrani europei. Al contempo, anche sul segmento dei titoli indicizzati all'inflazione non sono emerse esigenze di investimento che non potessero essere soddisfatte da BTP€i e BTP Italia.

III. 3 LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO DI DERIVATI

Nel 2017 l'attività di gestione del portafoglio derivati si è concentrata sul miglioramento strutturale del portafoglio, che risentiva della situazione persistente di tassi eccezionalmente bassi, non prefigurabili all'epoca in cui le operazioni furono originariamente poste in essere. Si è trattato, quindi, di ristrutturare talune posizioni in essere.

Una prima ristrutturazione ha interessato una *receiver swaption* con scadenza marzo 2017: in caso di esercizio questa opzione avrebbe dato origine ad uno *swap*, di durata trentennale con nozionale pari a 2 miliardi di euro, sul quale il Tesoro avrebbe pagato annualmente il 3,795% e ricevuto il tasso variabile Euribor 6 mesi. Su quest'ultimo gravava una clausola di chiusura anticipata (*Early Termination Option*), esercitabile ogni 10 anni, con primo esercizio già nel 2017.

Visto il livello estremamente contenuto del tasso *swap* a 30 anni di mercato a inizio 2017, l'esercizio era praticamente certo, comportando un considerevole esborso per le casse dello Stato, stimato in circa 1,2 miliardi di euro per via dell'esercizio della clausola di estinzione anticipata. In ogni caso, anche qualora la banca avesse deciso di non chiudere anticipatamente l'*interest rate swap*, l'applicazione del manuale SEC 2010 avrebbe comunque generato un debito contabile di pari importo (in quanto l'IRS originato dall'esercizio dell'opzione, partendo con un valore di mercato negativo, era da considerarsi un *off-market swap*).

¹¹ Lo stock di titoli esteri include le emissioni obbligazionarie di ISPA, poi divenute passività dirette dello Stato ai sensi della legge finanziaria per il 2007.

In particolare, l'operazione di ristrutturazione è consistita in tre azioni: in primis, la controparte originaria ha ridotto il tasso *strike* della *swaption* di 5,5 punti base, dal 3,795% al 3,74%, a fronte dell'assegnazione dell'opzione così ristrutturata ad altra controparte; tale novazione soggettiva ha rappresentato il secondo intervento compiuto in ordine di tempo, ma strettamente connesso al precedente, che non si sarebbe realizzato senza la prospettiva della novazione. Infine, l'opzione con il nuovo tasso *strike* è stata rimodulata con la nuova banca posponendo la scadenza dell'opzione stessa di tre anni, dal marzo 2017 al marzo 2020, fissando il tasso *strike* definitivo al 3,805% e mantenendo la durata trentennale del sotteso *swap*.

Dal punto di vista meramente formale, la ristrutturazione di un'opzione si configura nel riacquisto dell'opzione in essere e nella vendita di una nuova; nel caso concreto, il premio per il riacquisto della vecchia risultava superiore rispetto a quello della nuova, per cui è stato necessario definire una rateizzazione del differenziale di premio. La struttura è stata, infatti, completata con quattro rate da 75 milioni che il Tesoro paga annualmente fino al 2020.

La nuova *swaption* potrà essere esercitata nel 2020 e tale posponimento ha consentito di ridurre in modo massiccio l'impatto sul bilancio dello Stato per l'anno 2017 (75 milioni di euro rispetto agli 1,2 miliardi stimati) e ha ritardato di tre anni l'eventuale entrata nell'*interest rate swap*, che risultava fuori mercato al momento di chiusura dell'operazione, ma che nel 2020 potrebbe presentarsi più vicino ad uno *swap* a mercato.

Un'altra ristrutturazione ha riguardato un *interest rate swap*, nato nel 2016 dall'esercizio di un'opzione, con nozionale da 1,5 miliardi di euro e con scadenza nel 2046, in cui il Tesoro pagava un tasso fisso del 4,317% e riceveva Euribor 6 mesi.

Su questo *swap*, il cui valore di mercato iniziale era già stato classificato come mutuo ai fini Eurostat (essendosi originato, come detto, dall'esercizio di una *swaption*) si è agito scomponendolo in tre parti: sulla prima, corrispondente a una parte significativa del *mark to market* corrente all'atto della ristrutturazione, è stato deciso di corrisponderne gradualmente il valore in rate trimestrali da 65 milioni a partire dal 2018 e fino al 2021. In tal modo si accelera il ripagamento di buona parte del mutuo contabile originatosi nel 2016.

Lo *swap* con scadenza 2046 così "alleggerito" è stato scomposto in due nuovi *swap*, entrambi con nozionale di 1,5 miliardi di euro: uno, con partenza immediata nel 2017 e scadenza nel 2022, su cui il tasso fisso per il Tesoro è stato ridotto di circa 130 punti base rispetto a quello dello *swap* originario (dal 4,317% al 3%), diminuendo così l'impatto sul fabbisogno di cassa di circa 20 milioni annui; il secondo, con partenza differita di 4,5 anni, in concomitanza con la scadenza del primo, caratterizzato da un meccanismo di *reset* del tasso fisso a pagare per il Tesoro. Al momento dell'esecuzione della ristrutturazione è stato determinato solo il primo tasso fisso allineato al tasso di mercato di pari scadenza (1,88%), da ridefinire con periodicità trimestrale per i flussi successivi. Inoltre, con la medesima cadenza, le controparti renderanno nullo il valore della posizione scambiandosi il suo valore di mercato: se tale valore sarà positivo, il Tesoro lo riceverà e il tasso fisso del trimestre sarà determinato ad un livello più elevato di quello precedente; viceversa in caso di valore negativo per il Tesoro. In altre parole, con periodicità trimestrale, si produrrà un bilanciamento tra il nuovo tasso

e il pagamento/incasso del *mark-to-market* in tale data; così si garantisce allo *swap* di mantenersi costantemente a mercato, al netto delle oscillazioni intra-trimestre.

Questa ristrutturazione ha avuto, inoltre, l'effetto positivo di ridefinire lo *stock* iniziale di debito contabile in funzione del valore della strategia post-rinegoziazione. Infatti, lo *swap* nato dall'esercizio della *swaption* nel 2016 avrebbe fatto registrare un debito contabile di 1,17 miliardi al 31 dicembre 2017 (nell'istante dell'esercizio dell'opzione era pari a 1,19 miliardi di euro), mentre post ristrutturazione si è riclassificato debito per 1,042 miliardi. Pertanto, grazie a tale ristrutturazione si è ottenuta una riduzione di debito per un totale di circa 132 milioni, ottenuta come differenza tra il debito ante ristrutturazione e quello post ristrutturazione; quest'ultimo si compone di due voci: 845 milioni (valore complessivo delle quote trimestrali) e 193,2 milioni (*mark-to-market* del primo IRS 2017-2022 al 3%).

Inoltre, alla luce di detta ristrutturazione, la controparte ha formalmente comunicato di non intendere avvalersi di una clausola di estinzione anticipata su un *interest rate swap*, con nozionale 2,5 miliardi di euro e scadenza nel 2034, esercitabile nel 2018, che produrrebbe, ove esercitata, un esborso non trascurabile (stimato in 1,38 miliardi di euro circa).

Vi è poi da segnalare che nel primo semestre del 2017 una controparte ha esercitato la facoltà di cancellare un *cross currency swap* Yen/Euro, che rappresentava la copertura di un'emissione da 125 miliardi di Yen con scadenza naturale nel maggio 2036, rimborsato anticipatamente nel maggio 2017 dal Tesoro (v. par. III.2), che si è avvalso di tale facoltà, prevista dalle condizioni finanziarie del titolo stesso.

Infine, nel corso del primo trimestre 2017, sono state esercitate da una medesima controparte quattro *swaption cash settled*, ossia con regolamento monetario, da 875 milioni di nozionale ciascuna e con sottesi *interest rate swap* tutti di durata quindicennale (scadenza nel 2032). L'accordo, posto in essere nel 2015, e descritto nel Rapporto sul debito pubblico relativo a tale anno, prevedeva che in caso di esercizio delle *swaption* avvenisse anche la partenza di quattro IRS, sempre a quindici anni, senza costi aggiuntivi. L'esercizio delle quattro opzioni, se da un lato ha generato il pagamento del loro valore di mercato alla controparte (circa 972 milioni di euro), dall'altro ha anche dato luogo a quattro nuovi *interest rate swap* a mercato di durata pari a 15 anni e medesimo nozionale delle opzioni. Il tasso fisso medio a pagare per il Tesoro su questo portafoglio, composto dai suddetti quattro *swap*, è molto contenuto: di poco inferiore all'1,184% e corrisponde al tasso di mercato di equilibrio (*mid swap*) al momento dell'esercizio.

III. 4 RISULTATI DELLA GESTIONE IN RELAZIONE AGLI OBIETTIVI

La composizione finale delle emissioni lorde dell'anno

Come già accennato, l'unica apprezzabile divergenza rispetto ai programmi di inizio anno nei volumi di emissione ha riguardato i BOT, le cui emissioni sono state limitate anziché leggermente aumentate come previsto.

È stato invece confermato il leggero incremento del ricorso ai titoli biennali e triennali, accompagnato da una lieve riduzione del comparto a più lungo termine (v. Tabelle III.6.a e III.6.b).

TABELLA III.6.a: COMPOSIZIONE DELLE EMISSIONI 2015-2017 IN VALORE ASSOLUTO E PERCENTUALE ESCLUSI I CONCAMBI *

	Emissioni 2015	% sul totale	Emissioni 2016	% sul totale	Emissioni 2017	% sul totale
BOT mini	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BOT 3 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BOT 6 mesi	80.956	19,74%	76.669	19,19%	75.000	18,13%
BOT 12 mesi	83.174	20,28%	76.025	19,03%	76.601	18,52%
Commercial Paper	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Totale breve termine	164.130	40,03%	152.694	38,23%	151.601	37,95%
CTZ	27.388	6,68%	18.991	4,75%	28.660	6,93%
CCTeu	27.503	6,71%	28.854	7,22%	31.023	7,50%
BTP 3 anni	28.924	7,05%	25.215	6,31%	35.148	8,50%
BTP 5 anni	33.729	8,23%	33.747	8,45%	36.404	8,80%
BTP 7 anni	31.340	7,64%	31.328	7,84%	29.762	7,19%
BTP 10 anni	39.049	9,52%	38.977	9,76%	37.902	9,16%
BTP 15 anni	17.129	4,18%	11.410	2,76%	11.634	2,81%
BTP 20 anni	1.150	0,28%	10.105	2,53%	7.513	1,82%
BTP 30 anni	13.241	3,23%	14.436	3,61%	14.041	3,39%
BTP 50 anni	0	0,00%	5.000	1,25%	750	0,18%
BTP€i 5 anni	692	0,17%	4.942	1,24%	2.895	0,70%
BTP€i 10 anni	3.823	0,93%	4.082	1,02%	7.856	1,90%
BTP€i 15 anni	8.019	1,96%	2.691	0,67%	2.326	0,56%
BTP€i 30 anni	562	0,14%	707	0,18%	472	0,11%
BTP Italia	9.379	2,29%	13.234	3,31%	15.697	3,79%
Eestero	4.000	0,98%	3.036	0,76%	0	0,00%
Totale medio-lungo termine	245.927	59,97%	246.756	61,77%	262.084	63,35%
TOTALE	410.057		399.449		413.684	

* I titoli off-the-run sono stati inseriti nella categoria di vita residua più prossima

TABELLA III.6.b: COMPOSIZIONE DELLE EMISSIONI 2015-2017 IN VALORE ASSOLUTO E PERCENTUALE INCLUSI I CONCAMBI *

	Emissioni 2015	% sul totale	Emissioni 2016	% sul totale	Emissioni 2017	% sul totale
BOT mini	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BOT 3 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BOT 6 mesi	80.956	19,49%	76.669	18,77%	75.000	17,56%
BOT 12 mesi	83.174	20,03%	76.025	18,61%	76.601	17,94%
Commercial Paper	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
Totale breve termine	164.130	39,52%	152.694	37,38%	151.601	35,50%
CTZ	27.388	6,59%	18.991	4,65%	28.660	6,71%
CCTeu	29.503	7,10%	28.854	7,06%	31.923	7,48%
BTP 3 anni	28.924	6,96%	25.215	6,17%	35.898	8,41%
BTP 5 anni	33.729	8,12%	33.747	8,26%	36.404	8,52%
BTP 7 anni	31.340	7,55%	33.328	8,16%	30.612	7,17%
BTP 10 anni	40.712	9,80%	42.604	10,43%	40.652	9,52%
BTP 15 anni	18.703	4,50%	12.910	3,16%	17.759	4,16%
BTP 20 anni	1.150	0,28%	12.015	2,94%	9.513	2,23%
BTP 30 anni	13.241	3,19%	14.436	3,53%	14.041	3,29%
BTP 50 anni	0	0,00%	5.000	1,22%	750	0,18%
BTP€i 5 anni	692	0,17%	4.942	1,21%	2.895	0,68%
BTP€i 10 anni	3.823	0,92%	4.082	1,00%	7.856	1,84%
BTP€i 15 anni	8.019	1,93%	2.691	0,66%	2.326	0,54%
BTP€i 30 anni	562	0,14%	707	0,17%	472	0,11%
BTP Italia	9.379	2,26%	13.234	3,24%	15.697	3,68%
Eestero	4.000	0,96%	3.036	0,74%	0	0,00%
Totale medio-lungo termine	251.164	60,48%	255.793	62,62%	275.458	64,50%
TOTALE	415.294		408.486		427.059	

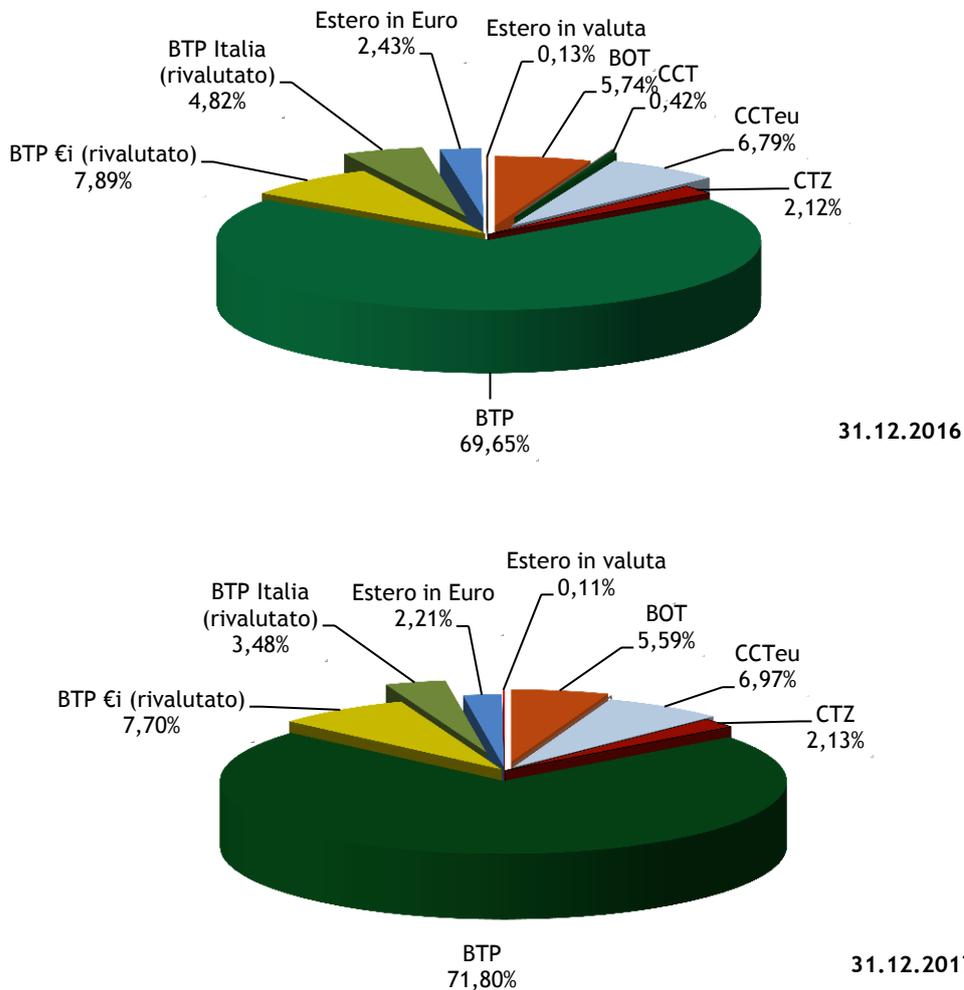
* I titoli off-the-run sono stati inseriti nella categoria di vita residua più prossima

La composizione dello stock dei titoli a fine anno

La più evidente variazione della composizione dello *stock* dei titoli di Stato tra 2016 e 2017 riguarda senza dubbio i BTP, incrementantisi di oltre il 2%. A ciò fa riscontro l'ulteriore limatura, sia pure marginale, del peso dei BOT, dando evidenza che gli sviluppi della domanda hanno consentito di evitare un incremento del comparto a breve grazie al maggiore interesse per i BTP triennali.

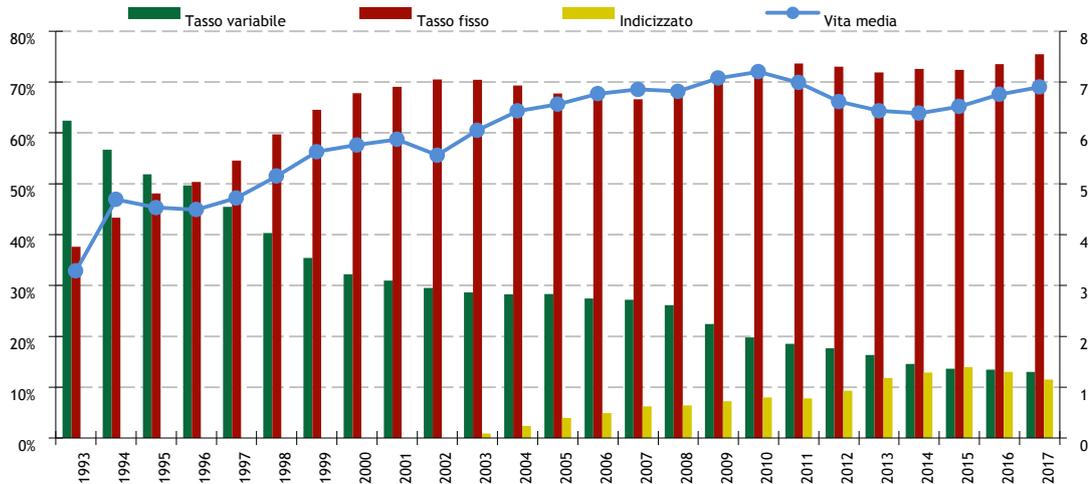
In secondo luogo, emerge la contrazione del comparto degli indicizzati all'inflazione e, in particolare, il BTP Italia, che si è ridotto di oltre l'1,3%. Peraltro questo effetto era atteso, dato che non era pensabile, né auspicabile, un rinnovo integrale di questi titoli in scadenza nell'anno in esame. Anche i BTP€i hanno registrato una limatura del loro peso relativo, benché molto più contenuta, a riprova che le condizioni di mercato sono state influenzate da una dinamica dell'inflazione non unidirezionale, che ha reso incerte le aspettative e altalenante la domanda.

GRAFICO III.16: COMPOSIZIONE DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO AL 31 DICEMBRE 2016 ED AL 31 DICEMBRE 2017



L'esposizione al rischio di rifinanziamento e di tasso d'interesse

La riduzione dell'esposizione del portafoglio di debito ai rischi di rifinanziamento e di tasso d'interesse costituisce da molti anni uno degli obiettivi principali del Tesoro, in particolare tramite una progressiva ricomposizione della struttura del portafoglio verso il tasso fisso e l'allungamento della vita media dello *stock*. Il successivo Grafico III.17 mostra come tale strategia costituisca da decenni un obiettivo costantemente perseguito nel tempo, compatibilmente con i mutamenti delle condizioni di mercato e le dimensioni del portafoglio stesso.

GRAFICO III.17 : EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA E DELLA VITA MEDIA DEL DEBITO DOMESTICO (in anni)

Nelle Linee guida della gestione del debito per il 2017, viste le aspettative di un mercato tendenzialmente meno favorevole a fronte di necessità di finanziamento sensibilmente più elevate rispetto all'anno precedente, l'obiettivo di mantenere la vita media del debito agli stessi livelli di fine 2016 era parso già sufficientemente ambizioso. Di fatto, invece, l'intonazione complessivamente positiva del mercato ha consentito di andare oltre le aspettative e il Tesoro ha potuto evitare di incrementare l'offerta di BOT, assecondando la domanda vivace sul segmento a due-tre anni, in questo modo attenuando il rischio di rifinanziamento. Come si evince anche dal successivo Grafico III.18, ne è risultata una struttura del debito ancora più solida, in quanto meno esposta sia al rischio di rifinanziamento che al rischio di tasso di interesse. Ciò è frutto sia dell'attività di emissione che delle operazioni straordinarie di concambio e riacquisto illustrate in precedenza.

Vi sono, in particolare, alcuni indicatori specifici che consentono di analizzare l'evoluzione del rischio in un portafoglio di debito. Essi sono riportati nelle Tabelle III.7 e III.8 e consentono di analizzare gli andamenti recenti sotto diversi profili, riportando le principali misure sintetiche dell'esposizione dello *stock* di titoli di Stato al rischio di rifinanziamento e di tasso di interesse, quali risultanti delle scelte di politica di emissione e delle operazioni di concambio e riacquisto effettuate nel corso del 2017. Da tali indicatori si osserva come l'evoluzione di questi rischi risulti in linea con gli obiettivi illustrati nel Capitolo I, anche prescindendo dal contributo dell'operatività in derivati, che pure influisce su tali valori.

TABELLA III.7: VITA MEDIA DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO (in anni)

	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Titoli domestici	6,38	6,62	6,78
Titoli esteri	11,01	12,07	11,88
Stock di titoli di Stato	6,52	6,76	6,90

TABELLA III.8: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2015-2017 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO ANTE DERIVATI (in anni)

	Duration			ARP		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Titoli domestici ante derivati	5,45	5,50	5,47	5,39	5,62	5,74
Titoli esteri ante derivati	6,45	7,11	6,96	6,11	6,69	6,49
Stock titoli di Stato ante derivati	5,48	5,54	5,50	5,41	5,64	5,76

Con riferimento al rischio di rifinanziamento, va segnalato come la vita media complessiva di tutti i titoli di Stato al 31 dicembre 2017 sia risultata pari a 6,90 anni, in ulteriore aumento rispetto a quello del 31 dicembre 2016 (6,76 anni). Nel 2017, pertanto, la vita media del debito, che aveva attraversato una fase di progressiva riduzione dal 2011 al 2013, e si era sostanzialmente stabilizzata nel 2014, ha proseguito nella tendenza all'aumento avviata già nel corso del 2015 e proseguita nel 2016.

In relazione al rischio di tasso di interesse, invece, si deve rilevare una leggera diminuzione del valore della durata finanziaria (*duration*)¹² dello stock di titoli di Stato, che si è attestato a 5,50 anni al 31 dicembre 2017, mentre a fine 2016 risultava pari a 5,54 anni. Ciò è essenzialmente dovuto alla sensibilità di questo indicatore al livello dei tassi di mercato, più elevati alla fine del 2017 rispetto a quelli di fine 2016, sia con riferimento ai rendimenti dei titoli di Stato che ai tassi *swap*.

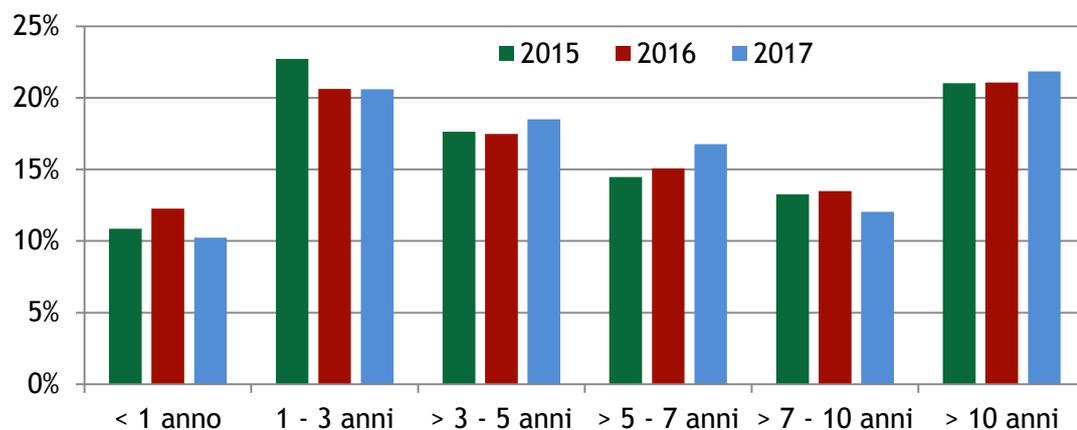
L'ARP (*Average Refixing Period*) riferito allo stock di titoli di Stato, al contrario, ha mantenuto un profilo crescente, passando dai 5,64 anni di fine 2016 ai 5,76 di fine 2017, segnalando un'associata riduzione del profilo di rischio del portafoglio.

L'andamento di quest'ultimo indicatore, peraltro, trova riscontro nel successivo Grafico III.18, che riporta l'evoluzione della struttura per scadenza residua dello stock di titoli di Stato al termine di ciascuno degli ultimi tre anni (esclusi BOT e *Commercial Paper*). In sintesi, quindi, il grafico mostra come in ogni esercizio la distribuzione del portafoglio per classi di scadenza residua si sia modificata, quale risultato della combinazione della struttura "originaria" dei titoli in scadenza nell'anno e della struttura delle scadenze dei titoli che nel

¹² Per informazioni più approfondite sul significato dei principali indicatori quantitativi del rischio di tasso di interesse (inclusi *Duration* e *Average refixing period*), si rimanda all'apposito focus presente nel RAD 2014 (pagine 22-23). Per ulteriori informazioni sui mutamenti metodologici adottati per il calcolo del contributo degli strumenti derivati alla *duration* e all'ARP del debito complessivo si rimanda al capitolo IV del RAD 2015, in particolare alle note 4 di pagina 81 e 5 di pagina 82. Le scorse edizioni del RAD sono reperibili all'indirizzo di cui alla nota 9 del Cap. I.

medesimo anno sono stati emessi. Si evidenzia in primo luogo la diminuzione dei titoli con scadenza residua inferiore a un anno, nonché la stabilità dei titoli con scadenza compresa tra 1 a 3 anni. Le quote di tutte le classi con vita residua maggiore di 3 anni sono in aumento ad eccezione del segmento compreso tra 7 e 10 anni. In sintesi, rispetto al 2016, nel corso del 2017 si è registrata una redistribuzione di poco superiore all'1% del profilo complessivo di scadenza residua, dalle classi di durata fino ai 5 anni verso quelle di durata maggiore. Più significativa ancora la riduzione della componente fino a 3 anni di vita residua, risultata pari ad oltre il 2%. L'andamento riflette lo sforzo pluriennale di riposizionamento sul medio-lungo termine.

GRAFICO III.18: SCADENZE PER CLASSI DI VITA RESIDUA ANNI 2015-2017



Nota: lo stock dei titoli indicizzati all'inflazione tiene conto della rivalutazione del capitale maturata alla fine di ogni anno e i titoli in valuta sono valorizzati post swap di cambio.

La gestione del portafoglio di derivati nel corso del 2017 è stata anch'essa coerente con gli obiettivi assegnati. Il portafoglio di derivati ha, infatti, contribuito ad allungare la *duration* complessiva del debito nel corso del 2017, portandola dal livello di 5,50 ante swap a quello di 6,01 post swap, con un incremento pari a circa sei mesi, come illustrato dalla successiva tabella III.9.

Coerentemente, il portafoglio di derivati ha anche contribuito ad allungare l'*Average Refixing Period* del debito: alla fine del 2017 l'ARP complessivo post swap si è attestato a 6,25 anni, superiore al corrispondente valore ante swap di 5,76 anni di circa sei mesi e in aumento anche rispetto al valore di 6,21 anni post swap registrato al 31 dicembre 2016.

TABELLA III.9: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2015-2017 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO POST DERIVATI (in anni)

	Duration			ARP		
	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Titoli domestici post derivati	6,04	6,09	5,99	6,04	6,19	6,23
Titoli estero post derivati	6,55	7,13	7,05	6,5	7,07	6,96
Titoli di Stato post derivati	6,06	6,11	6,01	6,05	6,21	6,25

Evoluzione del valore di mercato degli *stock*

La ben nota relazione inversa tra l'andamento dei tassi e quello dei valori di mercato implica strutturalmente che, a parità di altre condizioni¹³, al sopraggiungere di fasi di mercato connotate da tassi più bassi dei precedenti, assumano un valore di mercato negativo per il pagatore di tasso fisso e positivo per il percettore tutti gli strumenti finanziari a tasso fisso che siano stati regolati in passato a livelli più elevati. Ciò a prescindere dalla natura contrattuale dello strumento, cioè indipendentemente dal fatto che il tasso fisso sia pagato sui titoli emessi ovvero sia determinato in strumenti diversi, come i derivati.

Nella fase di mercato di fine 2017 - che, nonostante modesti rialzi rispetto al 2016, ha continuato a mostrare tassi di interesse a livelli così bassi da non avere precedenti storici - ciò ha comportato, di fatto, un valore attuale negativo di qualsiasi posizione di pagatore di tasso fisso che sia stata assunta in precedenza¹⁴. Conseguentemente, data la struttura di tasso dei relativi portafogli:

1. il *mark to market* del portafoglio di derivati è risultato negativo per 31,5 miliardi di euro al 31 dicembre 2017 contro i 38,3 miliardi di euro al 31 dicembre 2016. Prendendo in considerazione solo i derivati riferiti al debito¹⁵ (vedi Tabella III.10), il valore di mercato è stato negativo per 31,3 miliardi di euro alla fine del 2017 contro i 37,9 miliardi di euro alla fine del 2016;
2. il valore di mercato dello *stock* di titoli di Stato (escluso l'effetto del portafoglio di derivati) nello stesso periodo è passato dai circa 2.106,0 miliardi di euro del 2016 ai 2.105,2 miliardi di euro a fine 2017. Una variazione, dunque, di poco rilievo. Al contrario, come evidenziato nella Tabella III.10, lo *stock* al valore nominale dei titoli di Stato è aumentato di circa 39,2 miliardi. Ne consegue che la differenza tra il valore di mercato e il valore nominale dello *stock* dei titoli di Stato, pari a circa 199 miliardi di euro alla fine del 2017 a fronte dei 239 miliardi circa di fine 2016, mostra un decremento di circa 40 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. La sostanziale stabilità del valore di mercato dei titoli di Stato, che si è ridotto di soli 845 milioni, è quindi riconducibile a due fattori che hanno agito l'uno in senso opposto all'altro: da un lato l'incremento dello *stock* nominale di titoli per circa 39,2 miliardi di euro; dall'altro la riduzione, per circa 40 miliardi di euro, del relativo valore di mercato, conseguente all'incremento dei tassi di interesse governativi.

¹³ I fenomeni qui descritti sono quelli inerenti alla componente dei tassi d'interesse di mercato, mentre le variazioni della componente dei tassi d'interesse che remunera il rischio di credito hanno ampiezza e direzione indipendenti da quelle dei tassi di mercato e quindi possono, in caso di cambiamenti molto significativi e/o durevoli degli *spread* di credito, amplificare o mitigare (a seconda della direzione del movimento dello *spread* di credito) gli effetti dei cambiamenti subiti dal mercato dei tassi.

¹⁴ Come si vede, quindi, la semplice esistenza di un *mark to market* negativo (o positivo) non rappresenta per l'emittente né una perdita né un profitto, né tantomeno un indice del disvalore o della bontà della scelta di "fissare" il tasso o meno. La formazione e l'andamento del *mark to market* sono invece connessi al rapporto tra le caratteristiche del portafoglio (fissate via via nel tempo sulla base del noto *trade-off* tra costi e rischi, che il gestore del debito pubblico ha affrontato in relazione alle caratteristiche del portafoglio, alle capacità di assorbimento del mercato ed agli obiettivi fiscali del momento) ed il successivo andamento - del tutto esogeno - dei tassi di mercato. Per il gestore del debito pubblico, la scelta di "fissare" il tasso del debito è funzionale agli obiettivi di contenimento dei rischi per il bilancio pubblico, non a prendere posizione per "battere il mercato".

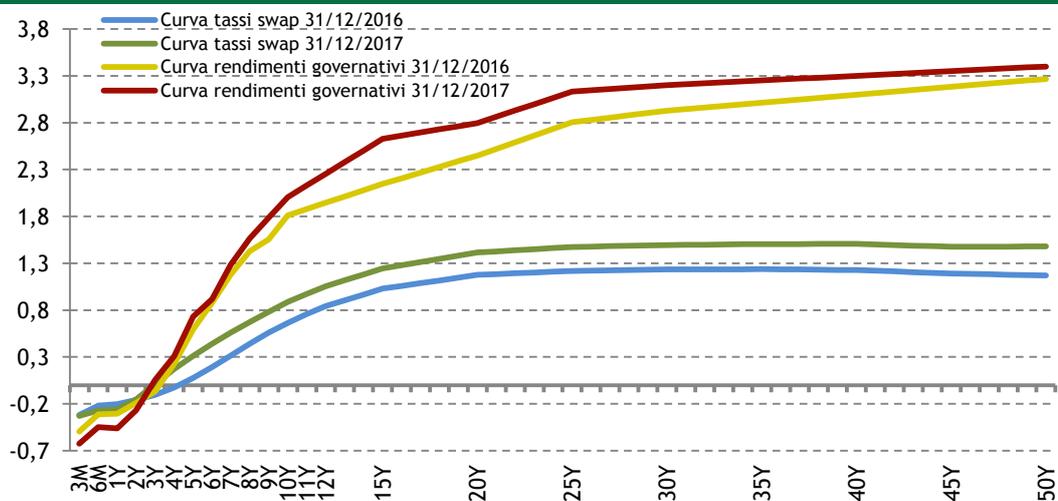
¹⁵ Si escludono in questo caso i contratti derivati stipulati con riferimento ai mutui attivi ai sensi della Legge finanziaria per il 2005.

TABELLA III.10: ANDAMENTO DEL VALORE DI MERCATO DELLO STOCK DEI TITOLI DI STATO (milioni di euro)

	MTM	Valore nominale	MTM - Valore nominale
31/12/2017	2.105.186	1.906.389	198.798
31/12/2016	2.106.030	1.867.214	238.816
Variazione	-845	39.175	-40.018

L'andamento registrato dai valori di mercato dei due portafogli (derivati e titoli) riflette l'andamento delle curve dei tassi di interesse di riferimento: curva *swap* per il portafoglio derivati e curva dei rendimenti governativi per lo *stock* dei titoli di Stato. Tali curve possono muoversi in direzioni diverse e/o con variazioni e inclinazioni differenti, generando quindi effetti che da un anno all'altro possono divergere. Di seguito vengono riportate, con riferimento alle date del 31/12/2016 e 31/12/2017, la curva *swap* dei tassi in euro e la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani (Grafico III.19). Entrambe le curve mostrano un fenomeno di irripidimento, con un abbassamento ulteriore del tratto a più breve termine e un aumento di livello dal 5 anni in poi per la curva governativa, e da 2 anni in poi per la curva *swap*. Peraltro la curva governativa ha risentito in alcuni segmenti - in particolare quello breve e medio (fino alla scadenza decennale) e quello ultra-lungo (oltre i trenta anni) - dell'effetto positivo del restringimento del premio richiesto dal mercato per il rischio di credito.

GRAFICO III.19: CURVE DEI TASSI SWAP IN EURO E CURVA DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO ITALIANI



Fonte Bloomberg

Nella successiva Tabella III.11 sono rappresentati i nozionali e i valori di mercato dei segmenti in cui si può suddividere il portafoglio di strumenti derivati. Riguardo ai derivati sul debito, i *cross currency swap* sono riferiti alle emissioni denominate in valuta estera, mentre gli IRS di copertura sono riferiti alle emissioni di titoli del programma MTN denominate in euro. Inoltre, nella categoria "IRS di *duration*" sono comprese tutte le posizioni riconducibili alla strategia di protezione dal rialzo dei tassi di interesse, che, in alcuni casi, vedono associata agli IRS la vendita di *receiver swaption*. Il segmento degli "IRS ex-ISPA" ricomprende tutti i contratti derivati associati alle passività della società

III. LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2017

Infrastrutture S.p.A., oggetto dell'accollo da parte del Tesoro disposto dalla Legge finanziaria per il 2007. Nella categoria "Swaption" sono rappresentate le *receiver swaption stand-alone*, ossia non collegate a IRS preesistenti.

Sono infine riportati i valori relativi ai derivati su attivi e al portafoglio complessivo.

TABELLA III.11: PORTAFOGLIO DI STRUMENTI DERIVATI - ANNI 2016 E 2017 (milioni di euro)

Strumenti derivati su debito								
Strumento	31/12/2016				31/12/2017			
	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
IRS ex-ISPA	3.500	2,44%	-1.542	4,06%	3.500	2,76%	-1.349	4,31%
CCS (<i>Cross Currency Swap</i>)	8.992	6,26%	875	-2,31%	6.007	4,74%	196	-0,63%
IRS (<i>Interest Rate Swap</i>) di copertura	10.357	7,21%	808	-2,13%	10.115	7,98%	735	-2,35%
IRS (<i>Interest Rate Swap</i>) di <i>duration</i>	113.782	79,24%	-34.437	90,75%	103.627	81,71%	-28.528	91,13%
Swaption	6.959	4,85%	-3.650	9,62%	3.569	2,81%	-2.630	7,54%
Totale derivati su debito	143.590	100,00%	-37.946	100,00%	126.818	100,00%	-31.306	100,00%
Titoli di Stato in circolazione	1.867.214				1.906.389			
Derivati su debito/Titoli di Stato	7,69%				6,65%			
Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)								
Strumento	Nozionale	MTM	Nozionale	MTM				
IRS (<i>Interest Rate Swap</i>)	2.341	-346	1.835	-232				
Portafoglio strumenti derivati complessivo								
Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	143.590	98,40%	-37.946	99,10%	126.818	98,57%	-31.306	99,26%
Derivati su attivi	2.341	1,60%	-346	0,90%	1.835	1,43%	-232	0,74%
Totale strumenti derivati	145.931	100%	-38.292	100%	128.653	100%	-31.538	100%

Nota: Il MtM riportato nella presente tabella è quello calcolato dal MEF per le proprie finalità gestionali e pertanto non corrisponde a quello pubblicato dalla Banca d'Italia nella Serie dei Conti finanziari in quanto in quest'ultima - avente invece finalità propriamente statistiche - una parte del MtM è riclassificata come debito, in applicazione del nuovo Manuale su disavanzo e debito pubblici emanato a seguito dell'entrata in vigore del Sistema Europeo dei Conti nazionali e regionali SEC 2010.

In dettaglio, nel corso del 2017 sono scaduti tre *CCS* a seguito della scadenza di corrispondenti emissioni denominate in valuta estera. Inoltre è stata chiusa una posizione di copertura - composta da un *CCS* e un *IRS* cancellabile - riferita a un titolo, sempre denominato in valuta estera (JPY), che è stato rimborsato anticipatamente, come segnalato al paragrafo III.3. Il nozionale complessivo dei quattro *CCS* è pari a circa 2,785 miliardi di euro, mentre quello dell'*IRS* cancellabile, incluso tra gli *IRS* di copertura e chiuso sempre a seguito del rimborso anticipato del titolo denominato in JPY di cui si è appena accennato, è pari a circa 203 milioni di euro. In merito agli *IRS* e alle *swaption* di macro-copertura del rischio di rialzo dei tassi, nel corso del 2017 sono scaduti cinque *IRS* per un nozionale complessivo di euro 16 miliardi di euro. Quattro nuovi *IRS*, con un nozionale complessivo pari a 3,5 miliardi di euro, sono nati in concomitanza con l'esercizio di quattro *swaption* avvenuto nel primo trimestre dell'anno e descritto

in precedenza in questo Capitolo. Inoltre un *IRS* con nozionale pari a 2,5 miliardi di euro è stato generato dall'esercizio di una *receiver swaption*, avvenuto sempre nel corso del 2017. Infine una posizione composta da un *IRS* per 1,5 miliardi di euro, un *IRS forward starting*, ossia con decorrenza differita, per altri 1,5 miliardi di euro e un insieme di rate trimestrali, da corrispondere alla controparte distribuite nel tempo per 845 milioni di euro, derivano dalla ristrutturazione di un *IRS* con nozionale pari a euro 1,5 miliardi di euro, come ampiamente dettagliato al paragrafo III.3. Tra le *receiver swaption* non collegate a *IRS* preesistenti, oltre all'esercizio delle quattro di cui si è accennato sopra, una *swaption* per un nozionale di 2 miliardi di euro è stata novata e poi ristrutturata, come illustrato in precedenza in questo Capitolo; da tale ristrutturazione è derivata anche la rateizzazione del differenziale di premio da corrispondere alla controparte nel tempo, con un valore nominale di 225 milioni di euro.

Riguardo agli strumenti derivati riferiti al debito, escludendo quindi le posizioni assunte ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 sui mutui attivi, i due grafici seguenti mostrano l'evoluzione del nozionale anno per anno, a partire dal 31/12/2016 e dal 31/12/2017 fino all'ultima scadenza del portafoglio (2062), nell'ipotesi di esercizio di tutte le *swaption* presenti in portafoglio. Dopo l'anno 2050, l'ultimo in cui si registra la scadenza di un *IRS* con un nozionale di dimensioni rilevanti (due miliardi di euro), rimarrà solo una posizione riferita a un titolo del programma EMTN, con un nozionale di 250 milioni di euro, che scadrà appunto nel 2062. Molte scadenze, in termini di nozionale, si concentrano tra il 2018 e il 2019.

GRAFICO III.20: EVOLUZIONE PROSPETTICA DEL NOZIONALE DEL PORTAFOGLIO DI DERIVATI NELL'IPOTESI DI ESERCIZIO DELLE SWAPTIONS (milioni di euro)

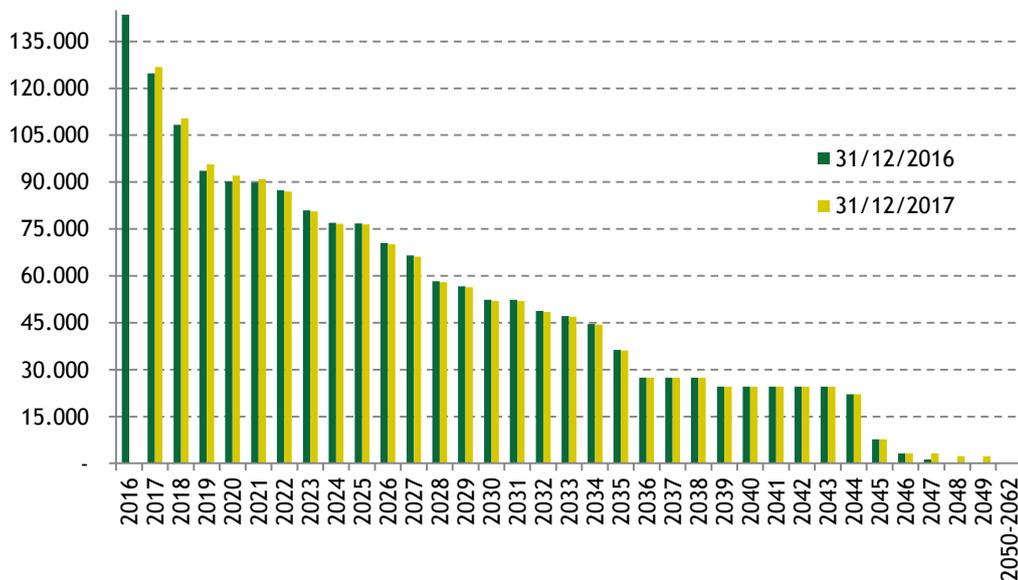
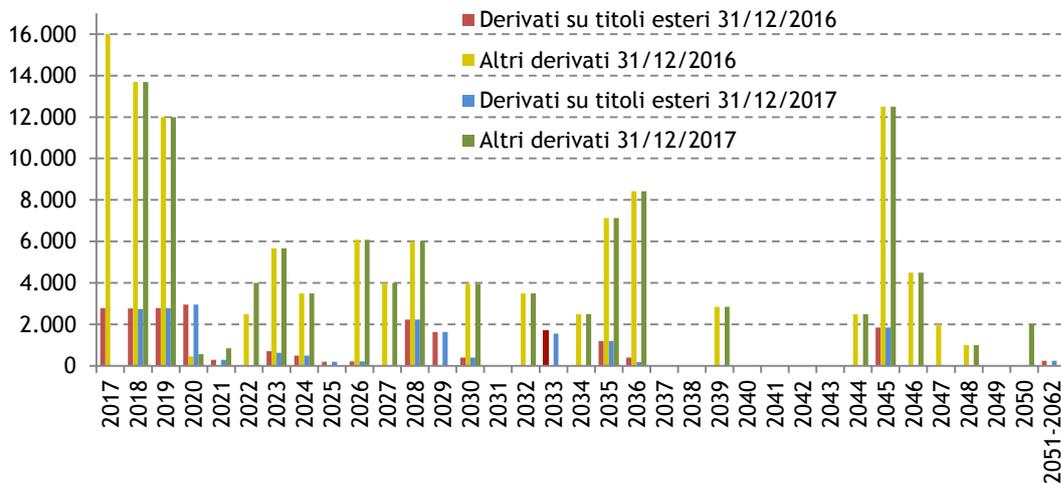


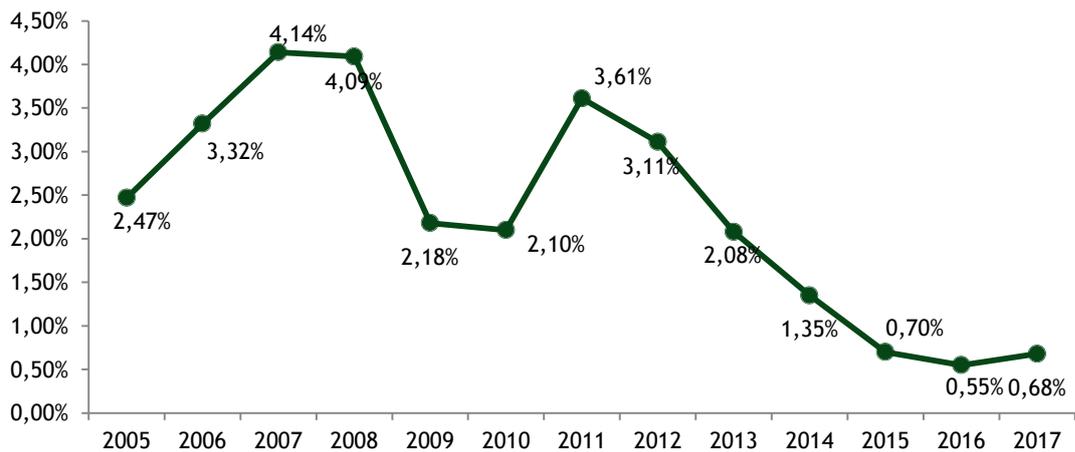
GRAFICO III.21: STRUTTURA PER SCADENZA DEL PORTAFOGLIO DI DERIVATI NELL'IPOTESI DI ESERCIZIO DELLE SWAPTIONS (milioni di euro)



Il costo del debito

Il costo medio ponderato delle nuove emissioni nel 2017 è aumentato lievemente, portandosi allo 0,68% dallo 0,55% del 2016. Come illustrato nel Capitolo II e nei paragrafi del presente Capitolo relativi all'attività di emissione, le condizioni di mercato per l'Italia sono risultate mediamente un po' meno favorevoli che nel 2016, pur consentendo un costo di finanziamento prossimo ai minimi storici.

GRAFICO III.22: COSTO MEDIO ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO – ANNI 2005-2017



In termini di cassa, il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi di cassa¹⁶ pagati sui titoli di Stato nell'anno *t* sullo *stock* di titoli di Stato dell'anno *t-1*, nel 2017 è stato pari al 2,89%, che si raffronta col 3,16% del 2016. La riduzione da un anno all'altro è stata dunque pari allo 0,27%.

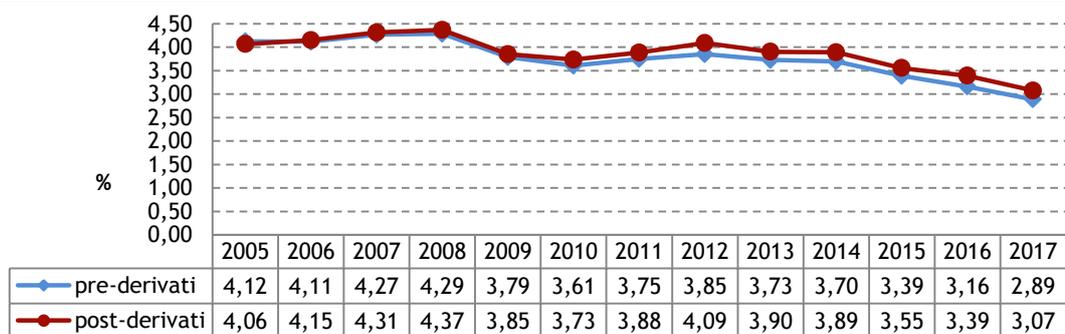
Includendo anche il complesso delle operazioni in derivati, il valore complessivo del costo di cassa del 2017 si porta al 3,07%, contro il 3,39% del 2016, con una riduzione, quindi, dello 0,32%. Coerentemente, risulta diminuito anche l'impatto del portafoglio derivati: 0,18%, inferiore quindi a quello registrato nell'anno precedente (0,23%).

La differenza di costo tra il portafoglio del debito *ante* e *post* derivati rappresenta il costo marginale sostenuto dal Tesoro per ottenere una *duration* più elevata (quindi una maggiore copertura del rischio di rialzo dei tassi di interesse) rispetto a quanto reso possibile dal solo ricorso alle emissioni obbligazionarie.

Alla fine del 2017, il tasso medio pagato sulle operazioni in derivati per la gestione della *duration* sullo *stock* del debito domestico era pari al 4,14%, in ulteriore diminuzione rispetto al 4,19% del 2016 ed al 4,35% del 2015¹⁷; alla stessa data, lo *stock* di debito emesso con cedole superiori al 4,14% era pari a circa 629 miliardi di euro, confermando quindi che il tasso medio pagato sulla quota di debito coperta da derivati di tasso d'interesse rientra ampiamente nei limiti del costo storico del debito a tasso fisso della Repubblica.

Vale la pena di ricordare che, nell'elaborazione delle previsioni di finanza pubblica contenute nei documenti programmatici, così come nel bilancio di previsione dello Stato, si tiene conto dell'effetto prodotto dai derivati con ipotesi di simulazione del tutto coerenti con il resto delle stime. Analogamente, anche tutti i dati di consuntivo contengono gli effetti di quanto incassato o speso in conseguenza dell'operatività in derivati.

GRAFICO III.23: COSTO MEDIO DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO PRE E POST DERIVATI - ANNI 2005-2017



¹⁶ Non è possibile calcolare un simile rapporto sulla spesa per competenza economica (SEC 2010) poiché questa esclude per definizione i flussi delle operazioni in derivati.

¹⁷ Il miglioramento è dovuto a due componenti:

- gli effetti delle ristrutturazioni effettuate nel corso dell'anno;
- la scadenza naturale di alcune operazioni.

III.5 LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO

L'attività di gestione della liquidità giacente sul Conto disponibilità - detta anche *cash management* - ha rivestito un ruolo sempre più rilevante all'interno della gestione del debito nonostante, negli ultimi tre anni, fattori endogeni ed esogeni non abbiano reso semplice l'espletamento dell'attività stessa.

Il contesto di mercato con cui il Tesoro si è dovuto rapportare non ha mostrato particolari segnali di cambiamento rispetto all'anno precedente. I tassi BCE, e in particolare quello della *Deposit facility* rimasto a quota -0,40%, non hanno subito variazioni rispetto all'anno 2016, con permanenza degli effetti delle politiche monetarie espansive adottate dalla BCE nell'ultimo triennio, le quali, se da un lato hanno portato beneficio al mercato dei titoli di Stato in termini di calo dei rendimenti e di aumento della domanda, dall'altro hanno prodotto innegabili difficoltà nella gestione della liquidità dello Stato. Infatti, in un contesto caratterizzato da domanda di liquidità minima e redditività negativa, il Tesoro si è trovato a dover movimentare fondi in quantità considerevoli. Pertanto, anche per l'anno 2017 l'operatività è stata sostanzialmente orientata al contenimento dei costi derivanti dalla forte penalizzazione applicata alle giacenze detenute in Banca d'Italia e da un mercato in cui i tassi negativi continuavano a rappresentare la regola.

Il Tesoro ha gestito tale liquidità tramite l'operatività OPTES che, come descritto nel capitolo I, prevede il monitoraggio dei saldi e dei flussi di tesoreria, attraverso un continuo scambio informativo tra il MEF e la Banca d'Italia, nonché l'utilizzo di strumenti di *cash management*, ossia aste quotidiane e operazioni bilaterali - di impiego o raccolta della liquidità sul mercato monetario - svolte con controparti selezionate.

Il monitoraggio del Conto disponibilità e l'andamento delle giacenze liquide giornaliere e mensili

Un'efficiente gestione della liquidità parte dal monitoraggio del Conto disponibilità e dallo studio dell'andamento dei saldi, a cadenza sia giornaliera che mensile.

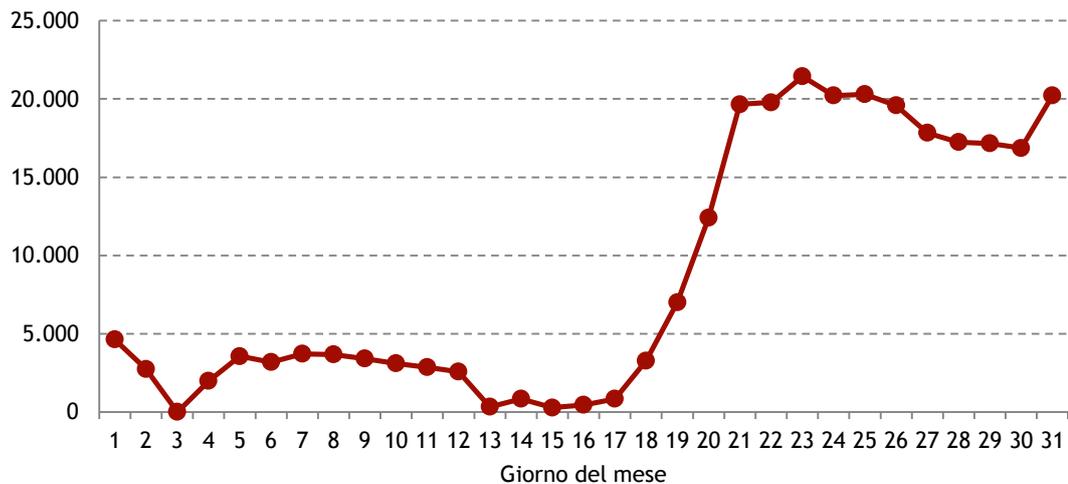
Come premesso nel Capitolo I, l'attività si basa sul quotidiano scambio di informazioni tra le istituzioni del MEF (Ragioneria Generale dello Stato e Dipartimento del Tesoro) e la Banca d'Italia, con dati preventivi e consuntivi relativi a tutti gli incassi e i pagamenti che interessano i conti detenuti presso la Tesoreria dello Stato e la conseguente stima del saldo del Conto disponibilità.

Gli scambi previsionali sopra citati sono aggiornati dalla Banca d'Italia sei volte al giorno e validati dal MEF, al fine di stimare quotidianamente il saldo di fine giornata. Le istituzioni condividono, inoltre, uno scenario previsionale di più lungo termine, con aggiornamento settimanale e durata compresa tra 30 e 60 giorni. Quest'ultimo scambio informativo ha particolare importanza per la politica monetaria, in quanto il Tesoro comunica alla Banca d'Italia, e per suo tramite alla BCE, le sue previsioni riguardo gli impieghi della liquidità e le giacenze dei depositi governativi nel periodo considerato.

Nonostante la complessità dei flussi di Tesoreria, dovuta soprattutto alla molteplicità di soggetti che vi operano e alla rilevanza di alcuni movimenti, anche

per il 2017 il monitoraggio del Conto disponibilità ha dato risultati soddisfacenti in termini di capacità previsionale, con uno scarto medio giornaliero di poco superiore al 3%¹⁸. Grazie all'attività di monitoraggio e gestione del Conto disponibilità è stato quindi possibile conseguire una buona previsione dei saldi, nonostante in alcuni giorni del mese gli ingenti flussi di Tesoreria provochino variazioni del saldo di liquidità anche di diversi miliardi di euro. La forte volatilità del Conto nell'arco di un mese medio è illustrata nel grafico successivo, che mostra le oscillazioni osservate nel 2017, simili a quelle analizzate negli anni precedenti¹⁹.

GRAFICO III.24: VARIAZIONI MEDIE INFRA-MENSILI DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO: SCARTI RISPETTO AL MINIMO DEL MESE – ANNO 2017 (milioni di euro)



Come si può osservare dal Grafico III.24, in linea generale i saldi presentano un andamento discendente o comunque saldi bassi nella prima metà del mese a causa di ingenti pagamenti dal lato del fabbisogno (es. pagamento assegni previdenziali) per poi risalire da metà mese, con un picco nella terza settimana, soprattutto grazie agli incassi relativi alle entrate fiscali.

Queste oscillazioni repentine non facilitano il compito del *cash management*, in quanto il Tesoro deve detenere ingenti importi di liquidità anche per far fronte alle rilevanti scadenze dei titoli di Stato, che non sempre sono contestualmente bilanciate da altrettante emissioni, soprattutto per i titoli a medio e lungo termine. Infatti, secondo la prassi di mercato, le emissioni dei titoli diversi dai BOT vengono di norma distribuite in diverse *tranche* nel corso di alcuni mesi, mentre i relativi rimborsi avvengono in un'unica soluzione alla data di scadenza. Le oscillazioni illustrate nel precedente grafico sono quindi riconducibili anche

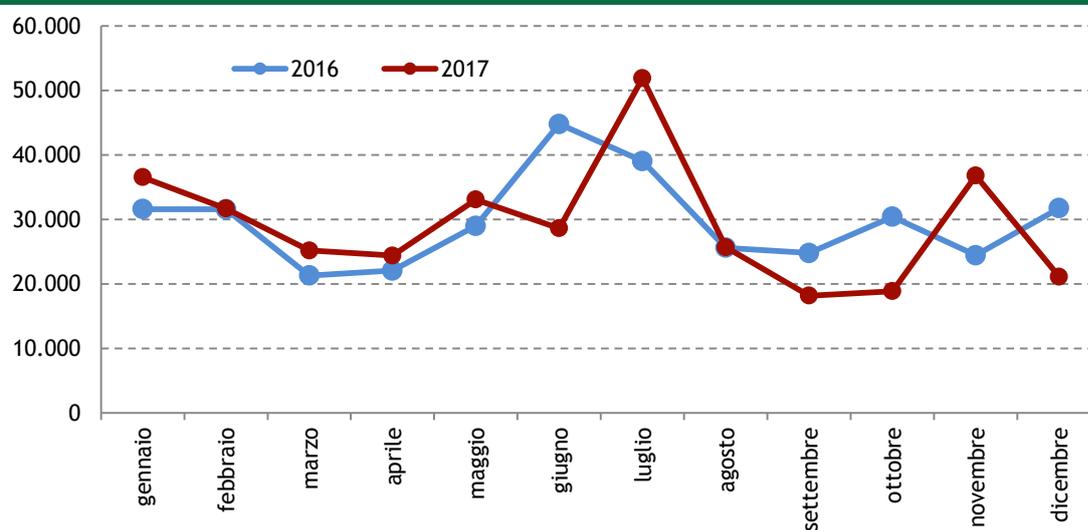
¹⁸ Questo valore è calcolato come media delle variazioni percentuali (in valore assoluto) fra la previsione di giacenza del Conto disponibilità stimata alle ore 18 del giorno t-1 e il saldo effettivo registrato alle ore 9 del giorno t. Tale percentuale fornisce, quindi, una misura dell'errore medio di previsione commesso giornalmente.

¹⁹ A questo proposito, si vedano le sezioni IV.4 dei Rapporti sul Debito Pubblico per gli anni 2014-16.

alle emissioni e, soprattutto, alle scadenze dei titoli, che talvolta contribuiscono, in particolare, al notevole calo di inizio e metà mese.

La volatilità del Conto non si registra soltanto a livello inframensile, ma anche all'interno dell'intero anno. A questo proposito, il successivo Grafico III.25 mostra gli scarti tra i saldi minimi e massimi osservati all'interno di ciascun mese degli anni 2016 e 2017; tale rilevazione restituisce risultati differenti da quelli del grafico precedente, che raccoglieva dati medi mensili e tendeva quindi ad attenuare parzialmente le oscillazioni (poiché i giorni di minimo e massimo non coincidono in tutti i mesi, soprattutto per fattori di calendario). Dall'analisi dei dati mensili si può affermare che la volatilità nell'anno 2017 è stata in linea all'anno precedente, in quanto lo scarto medio tra il minimo e il massimo mensile è risultato pari a circa 29,3 miliardi di euro, in leggera flessione rispetto ai circa 29,7 miliardi del 2016.

GRAFICO III.25: SCARTO TRA SALDO MASSIMO E MINIMO MENSILE DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO – ANNI 2016-17 (milioni di euro)



In generale, si nota un andamento mensile piuttosto simile all'anno precedente, con una significativa differenza a giugno e novembre, attribuibile alla diversa distribuzione delle scadenze dei titoli di Stato.

Tenuto conto delle ampie variazioni giornaliere e mensili determinate da forte volatilità di flussi in entrata e in uscita, non sempre allineate, il compito del *cash management* è, quindi, quello di impiegare sul mercato monetario una quantità di liquidità tale da ridurre le variazioni nette giornaliere e, allo stesso tempo, consentire al Tesoro di detenere un'adeguata provvista di liquidità, al fine prudenziale di fronteggiare rimborsi e pagamenti di considerevole entità.

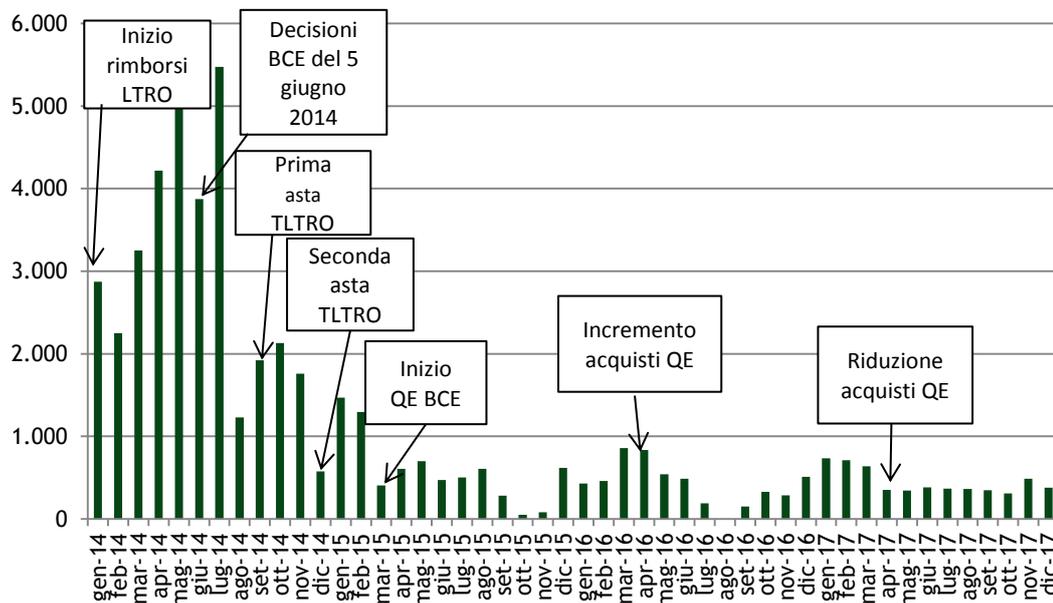
L'operatività di *cash management* e il contesto di mercato

Come anticipato, il contesto di mercato del 2017 è stato fortemente condizionato dalle decisioni di politica monetaria della BCE. L'effetto di queste decisioni hanno avuto degli impatti non trascurabili sull'operatività di *cash management*. Infatti, l'abbondante disponibilità di liquidità sul mercato ha

causato una sostanziale carenza di domanda da parte degli operatori bancari, con conseguente maggiore liquidità giacente sul Conto disponibilità del Tesoro detenuto presso la Banca d'Italia. Ciò nonostante, per l'intero anno 2017 il Tesoro ha mantenuto la sua presenza sul mercato monetario attraverso aste di impiego giornaliera in sostanziale continuità con l'anno precedente.

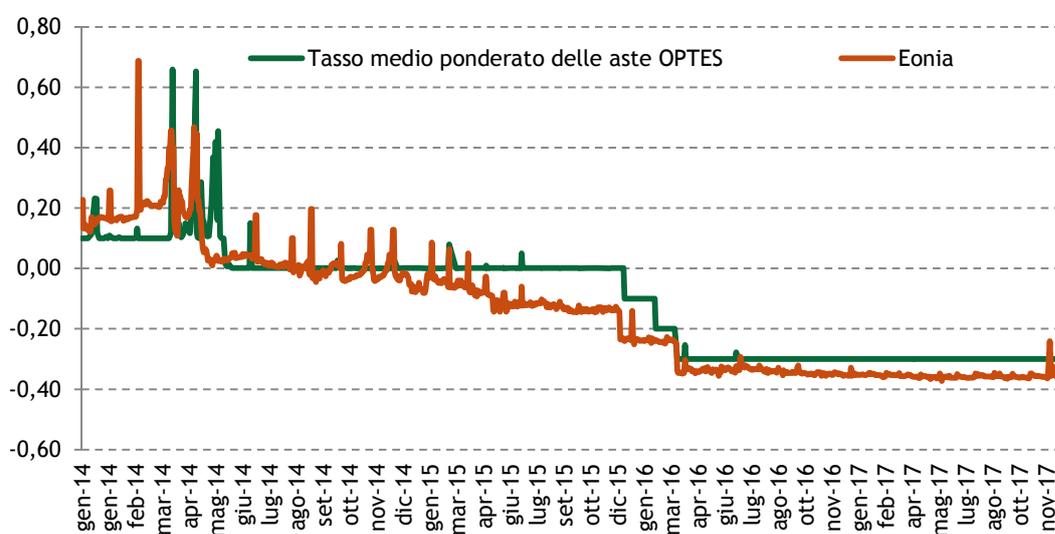
Come si può notare dal successivo Grafico III.26, l'impiego medio alle aste OPTES del Tesoro è via via calato a partire dalle decisioni della BCE di giugno 2014, poi ulteriormente accentuato dall'introduzione del programma di acquisto dei titoli governativi e dalle successive estensioni dello stesso.

GRAFICO III.26 - IMPIEGO MEDIO ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE (milioni di euro)



Il successivo Grafico III.27 mette invece a confronto il tasso medio ponderato alle aste OPTES con il tasso Eonia (*Euro OverNight Index Average*) per gli anni 2014-17. Come si può osservare, la progressiva riduzione dei tassi ufficiali da parte della BCE ha comportato la graduale riduzione dei rendimenti sul mercato monetario, mentre fino alla metà al 2014 era possibile osservare il temporaneo aumento dei tassi in corrispondenza della fine del mese, giorno in cui le controparti incrementavano la loro domanda di liquidità nei confronti del mercato, con conseguente rialzo dei rendimenti. Il progressivo aumento della liquidità presente nell'Eurosistema ha gradualmente fatto scomparire questa ciclicità.

GRAFICO III.27: ANDAMENTO DEI TASSI OVERNIGHT SUL MERCATO MONETARIO E ALLE ASTE OPTES - ANNI 2015-17 (tassi percentuali)



Il distacco osservabile tra il tasso EONIA ed il rendimento medio ponderato alle aste è attribuibile al livello del tasso minimo accettato (o tasso minimo accoglibile) dal Tesoro nelle medesime operazioni, che dal giugno 2014 al dicembre 2015 era stato mantenuto a zero. Quando nei mesi di dicembre 2015 e marzo 2016 sono stati annunciati due ulteriori tagli dei tassi di politica monetaria, per il Tesoro non è stato più possibile mantenere a zero il tasso minimo accoglibile e lo ha ridotto, mantenendolo tuttavia su livelli superiori a quelli prevalenti sul mercato per la medesima scadenza a un giorno. Di conseguenza per tutto il 2017, ad eccezione di rari episodi, il tasso medio ponderato si è mantenuto alcuni punti base sopra il tasso EONIA, appiattendosi sul livello del tasso minimo accettato.

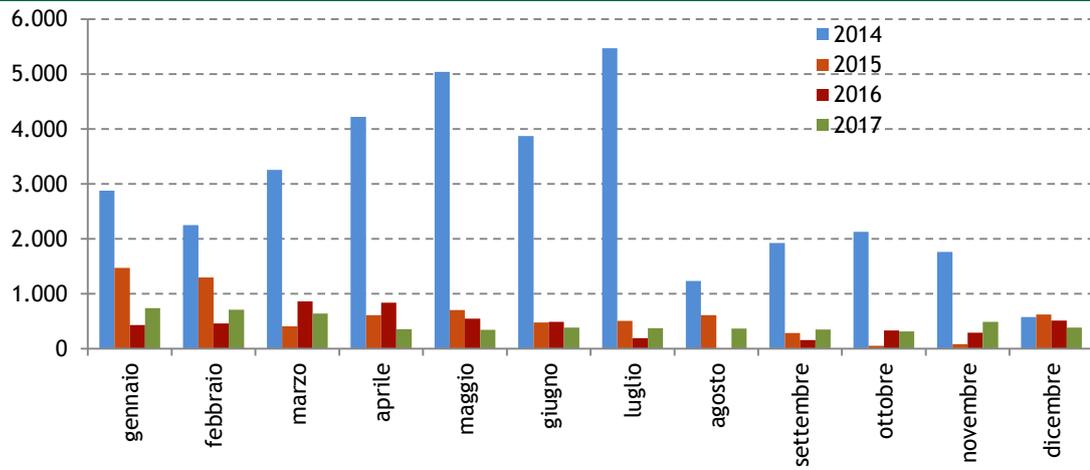
L'impiego della liquidità del Tesoro

Gli strumenti di *cash management* a disposizione del Tesoro per l'impiego della liquidità giacente sul Conto disponibilità sono le aste *overnight* e le operazioni bilaterali di lunga scadenza.

Anche nel 2017, le aste OPTES di impiego si sono svolte quotidianamente con una quantità media giornaliera impiegata sulla scadenza *overnight* in linea con quella dell'anno precedente, 454 milioni di euro del 2017 contro 441 milioni del 2016. Si è confermato scarso il numero delle controparti attive in asta a causa del perdurare delle condizioni di elevata liquidità presente nel sistema.

Il grafico che segue mette in evidenza come l'impiego medio alle aste OPTES, su base mensile, si sia ridotto in modo drastico, proprio a partire dalla seconda metà dell'anno 2014.

GRAFICO III.28 - IMPIEGO MEDIO ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE – ANNI 2014-17 (milioni di euro)

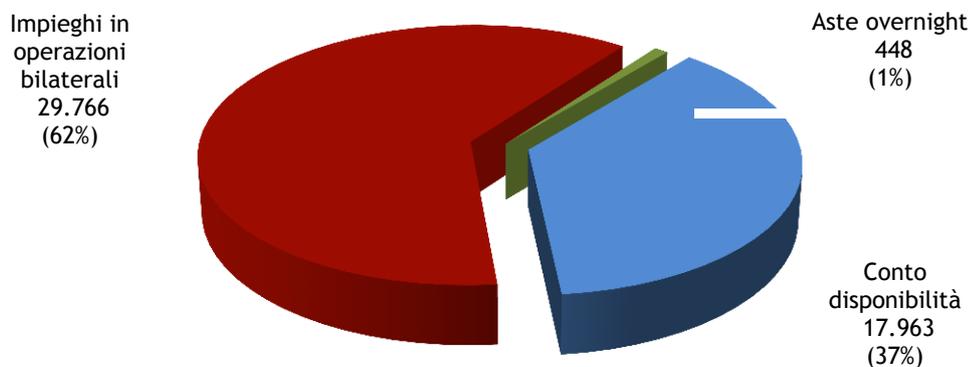


Com'è noto, a partire dalla seconda metà del 2014, il Tesoro ha abolito il ricorso ai depositi vincolati accessi presso la Banca d'Italia, finalizzati a detenere la parte più stabile della liquidità del Tesoro, a seguito dell'entrata in vigore di importanti Decisioni della BCE che hanno penalizzato le giacenze detenute dai governi presso le banche centrali, rendendo questo strumento inutile per le finalità per cui era nato. Pertanto, il Tesoro è ricorso all'utilizzo di un altro strumento del *cash management*, ossia impiegare tale liquidità in operazioni bilaterali a lunga scadenza.

Come per le aste *overnight*, anche lo *stock* medio delle operazioni bilaterali si è ridotto, rimanendo tuttavia lo strumento di impiego maggiormente utilizzato; per l'anno 2017, infatti, è risultato pari a 29,7 miliardi, contro i circa 41 miliardi dell'anno precedente. Al contrario, la durata media delle suddette operazioni è incrementata, passando dai 27 giorni del 2016 ai 35 giorni del 2017. L'incremento della durata media, reso possibile anche dalla stabilizzazione dei saldi, ha permesso di limitare l'impatto dei tassi negativi, maggiormente marcato sulle scadenze a brevissimo termine.

Anche per il 2017, data l'ingente liquidità disponibile, il Tesoro non ha avuto necessità di ricorrere ad operazioni d'aste OPTES di raccolta.

GRAFICO III.29 DISTRIBUZIONE MEDIA DELLA LIQUIDITÀ PER TIPOLOGIA DI IMPIEGO – ANNO 2017 (milioni di euro e valori percentuali)



Il Grafico III.29 sintetizza le tipologie di impiego della liquidità del Tesoro, secondo le ripartizioni osservate mediamente durante l'intero anno. Come già osservato lo scorso anno, in questa particolare situazione di mercato, gli impieghi in asta *overnight* sono stati assolutamente marginali e, al contrario, gran parte della liquidità è stata investita in operazioni bilaterali a più lungo termine (circa il 62% del totale). La restante liquidità è stata depositata sul Conto disponibilità, la cui giacenza media è salita al 37%.

Al fine di poter osservare l'andamento delle giacenze nel corso dell'anno, la successiva Tabella III.12 mostra la consistenza totale della liquidità del Tesoro alla fine di ciascun mese del 2017, con la ripartizione tra operazioni di mercato e Conto disponibilità.

TABELLA III.12 – CONTO DISPONIBILITÀ E IMPIEGHI DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO A FINE MESE - ANNO 2017 (milioni di euro)

Mese di riferimento	Saldo del Conto disponibilità detenuto presso la Banca d'Italia	Operazioni di liquidità OPTES (aste + operaz.bilaterali)	Totale disponibilità liquide del Tesoro
Gennaio	41.174	35.920	77.094
Febbraio	20.427	35.990	56.417
Marzo	17.902	36.160	54.062
Aprile	22.613	35.350	57.963
Maggio	28.108	30.340	58.448
Giugno	16.000	36.150	52.150
Luglio	49.198	35.900	85.098
Agosto	26.652	36.120	62.772
Settembre	15.348	36.110	51.458
Ottobre	17.128	35.310	52.438
Novembre	14.928	17.880	32.808
Dicembre	6.550	22.500	29.050

Dalla tabella si possono evidenziare tre situazioni differenti: a) un'alta giacenza del Conto disponibilità registrata nel corso del 2017, detenuta in larga misura a titolo prudenziale per far fronte agli ingenti rimborsi di titoli di Stato²⁰; b) il picco, invece, del mese di luglio è determinato sia dall'andamento delle entrate fiscali che dall'assenza di rimborsi di titoli a medio-lungo termine; c) la riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro riscontrabile nei mesi di novembre e dicembre 2017. Su quest'ultimo punto hanno influito diverse variabili: il rimborso di circa 45 miliardi di euro di titoli di Stato nel mese di novembre e le numerose operazioni straordinarie effettuate dal Tesoro concentrate in questi ultimi due mesi dell'anno²¹, che hanno comportato non solo una riduzione dello *stock* del debito pubblico ma anche un corrispondente calo della liquidità del Conto disponibilità.

²⁰ Per il dettaglio si veda al Capitolo I il Grafico "Profilo mensile delle scadenze - titoli medio-lungo termine per gli anni 2017-2018".

²¹ Su questo punto si veda anche il paragrafo "Le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto".

Conclusioni

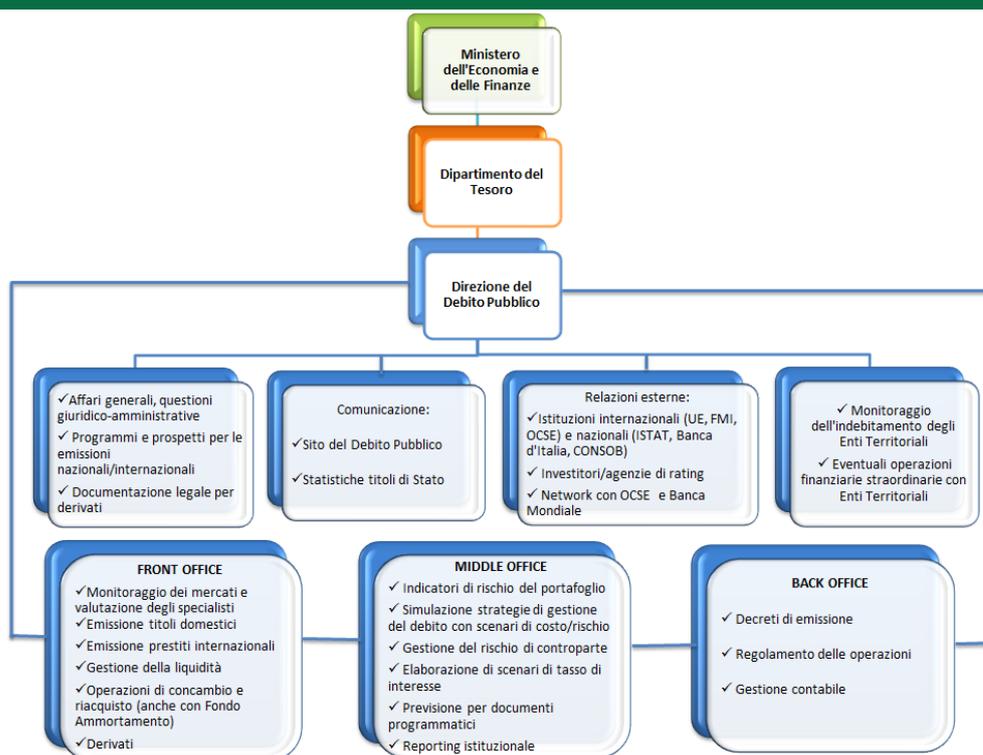
L'attività di *cash management* nel 2017 è stata - in linea con l'anno precedente - particolarmente impegnativa a causa del permanere delle difficili condizioni sul mercato monetario. Tuttavia, il Tesoro ha sempre garantito la sua quotidiana presenza sul mercato tramite l'operatività OPTES, al fine di ridurre, per quanto possibile, l'impatto dei tassi negativi sulle proprie disponibilità liquide. Ad ogni modo, seppur in presenza delle difficoltà sopra esposte, si rammenta come l'effetto di tassi di interesse bassi e delle altre misure di allentamento quantitativo sia complessivamente favorevole per la gestione del debito pubblico del nostro Paese.

ALLEGATO

LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DELLA DIREZIONE DEL DEBITO PUBBLICO PRESSO IL DIPARTIMENTO DEL TESORO

La Direzione Seconda del Dipartimento del Tesoro, dedicata alla gestione del debito pubblico, si articola in undici Uffici. Le competenze della Direzione sono svolte in stretta collaborazione istituzionale con altre strutture, tra cui altre Direzioni del Dipartimento del Tesoro, la Ragioneria Generale dello Stato e la Banca d'Italia. Le competenze della Direzione del Debito sono schematizzate, mediante raggruppamento per funzioni, nel grafico sotto riportato.

L'ORGANIZZAZIONE DELLA DIREZIONE DEL DEBITO PUBBLICO



Nella Direzione sono presenti le funzioni tipiche degli operatori dei mercati finanziari e che caratterizzano di norma le unità istituzionali (*Debt Management Offices - DMO*) che si occupano di gestione del debito pubblico nei Paesi avanzati: le funzioni di *Front*, *Middle* e *Back Office*.

Il *Front Office* raggruppa tutte le attività a diretto contatto con il mercato. Esse riguardano, in primo luogo, tutte le attività di emissione che, avuto riguardo

delle esigenze di finanziamento e partendo dall'analisi di mercato finalizzata alle decisioni su tipologie dei titoli da offrire e su modalità e tempistica dei collocamenti, determinano l'operatività di mercato primario, a valere sia sul programma domestico che su quello estero. Sono inoltre comprese nelle attività di *Front Office* anche la gestione di brevissimo termine della liquidità e le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto, nonché le operazioni in strumenti derivati.

Direttamente funzionali allo svolgimento delle attività di *Front Office* sono anche il monitoraggio del mercato secondario dei titoli di Stato nelle sue diverse componenti, nonché la selezione e valutazione degli Specialisti in titoli di Stato.

Le funzioni di Risk Management¹ sono svolte dal *Middle Office* e comprendono tutte le attività di analisi, incluse quelle legali e di mercato, che consentono di delineare i confini del profilo di costo/rischio che devono ispirare e/o delimitare l'operatività del *Front Office*. L'individuazione (da molti anni² basata su un apposito *software* che sulla base di un modello probabilistico consente analisi di *Cost-at-Risk*) di diversi portafogli di emissione con le rispettive combinazioni di costo e rischio serve così al *Front Office* per delineare le strategie di emissione e di copertura più opportune. Sempre tra le funzioni di Risk Management svolte rientra il monitoraggio del rischio di controparte, che determina i vincoli da rispettare sia per la gestione del portafoglio derivati che per le operazioni di impiego della liquidità.

Anche le previsioni pluriennali sulla spesa per interessi e sul debito della Pubblica Amministrazione per i documenti programmatici ed il *reporting* istituzionale³ possono essere inquadrare nell'attività di *Middle Office*.

Le funzioni svolte dal *Back Office* comprendono la predisposizione dei decreti di emissione e l'attività, più strettamente contabile, relativa alle procedure per l'esecuzione puntuale dei pagamenti.

Alla base di ogni attività propria della gestione del debito si pongono le funzioni relative alla predisposizione della documentazione legale dei prestiti e dei derivati, nonché la redazione dei prospetti, sia dei programmi di emissione internazionale (*Global, MTN*) sia degli altri titoli collocati con metodologie diverse dall'asta. Analogamente, essendo la Direzione del debito pubblico inquadrata nel contesto amministrativo del Dipartimento del Tesoro, vi si svolgono tutte le altre funzioni di carattere giuridico-amministrativo e contabile che sono comuni alla struttura ministeriale.

Vi sono poi altre funzioni di cruciale importanza svolte dalla Direzione del debito pubblico. Tra queste, molto significative sono quelle che possono essere

¹ Per una disamina più dettagliata delle *best practice* in tema di *Sovereign Debt Portfolio Risk Management*, cfr. il *Working Paper* del Fondo Monetario Internazionale "A Primer on managing Sovereign Debt-Portfolio Risks", realizzato con la collaborazione di decine di DMOs, incluso il Tesoro.

² Cfr. le informazioni riferite al *software* SAPE - finanziato originariamente nel 2003 dal MIUR - riportate *supra*, Cap. I nonché alle pagg. 26 e ss. del Rapporto sul Debito pubblico 2014

³ In particolare il Documento di Economia e Finanza (DEF) previsto dalla Legge 7 aprile 2011 n. 39 (dove il contributo della Direzione Seconda è incluso nella Parte Prima "Programma di Stabilità" e nella Parte Seconda "Analisi e Tendenze di Finanza Pubblica"), la Nota di Aggiornamento al DEF, il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) istituito dal Regolamento UE n. 473/2013, l'Appendice alla c.d. Relazione trimestrale di cassa (con l'art. 14 della legge 196/2009 denominata Relazione sul conto consolidato di cassa delle Amministrazioni pubbliche), la Relazione al Parlamento sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (allegata al Rendiconto generale dello Stato) di cui all'art. 44, comma 3 del D.P.R. 398/2003, la Relazione semestrale alla Corte dei Conti sulla gestione del debito pubblico di cui al D.M. 10/11/1995.

catalogate come funzioni di comunicazione, focalizzate sulle informazioni in tempo reale riguardanti l'attività di emissione, nonché le statistiche su struttura, dinamica e composizione del debito rappresentato dai titoli di Stato e dal relativo mercato. L'alimentazione del sito del debito pubblico è il canale principale di veicolazione di questa attività. Anche le statistiche prodotte in esito al monitoraggio del debito e dell'esposizione in derivati degli enti territoriali rientrano in questa funzione.

Oltre al suddetto monitoraggio, eventuali operazioni straordinarie di intervento su questioni relative al debito degli enti territoriali, disciplinate da specifiche norme, rappresentano un'altra funzione di cui la Direzione è investita.

Di grande rilievo è, inoltre, la funzione delle relazioni con istituzioni esterne, in particolare a livello internazionale, che comprende: la partecipazione al coordinamento a livello europeo dei gestori del debito pubblico nell'ambito di un apposito Sottocomitato (*European Sovereign Debt Markets - ESDM*) del Comitato economico-finanziario dell'Unione Europea; la partecipazione ai gruppi di lavoro statistici Eurostat e il contributo alla predisposizione delle notifiche semestrali nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi (*EDP*); la presenza nei diversi gruppi di lavoro in istituzioni sovranazionali, quali l'OCSE e il FMI; il *Network* tra il Tesoro italiano, l'OCSE e la Banca Mondiale per le tematiche di gestione del debito pubblico; i rapporti con gli investitori istituzionali e con le agenzie di rating⁴.

Infine, l'attività informatica rappresenta una funzione trasversale che interessa tutti gli uffici, in quanto pressoché tutti i processi lavorativi della Direzione sono informatizzati; quelli comuni a tutta l'Amministrazione, con applicativi uniformi per il Dipartimento del Tesoro o per tutto il Ministero, e quelli specifici per il debito pubblico, con strumenti ed applicativi dedicati⁵. Questi ultimi sono strutturati sulla base delle esigenze della Direzione (si vedano ad esempio aspetti particolarmente significativi nell'elaborazione e nella gestione del SAPE - Software di Analisi dei Portafogli di Emissione illustrate nel Capitolo I) e sono alimentati sia internamente sia da flussi di dati provenienti dalla Banca d'Italia, dalla Monte Titoli S.p.A. - la società che garantisce il servizio di gestione accentrata dei titoli di Stato - o dalla società che gestisce il mercato telematico dei titoli di Stato (MTS S.p.A.).

⁴ Per informazioni più dettagliate sulle varie sedi e modalità di confronto internazionale del Tesoro, si veda il Cap. I del presente Rapporto.

⁵ Le attività di progettazione e manutenzione dei *database* e degli applicativi vengono svolte in collaborazione con l'ufficio di coordinamento informatico del Dipartimento del Tesoro e con SOGEL quale fornitore di architetture digitali e di servizi di assistenza. La Società Generale d'Informatica S.P.A. è la società di *Information Technology* posseduta al 100% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

APPENDICE STATISTICA

LE FONTI DI INFORMAZIONE RIGUARDANTI IL DEBITO PUBBLICO DISPONIBILI SUL SITO DEL TESORO

Sul sito web del Tesoro è presente la Sezione specificatamente dedicata al Debito pubblico (http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/index.html), contenente una vasta gamma di informazioni qualitative e quantitative su ognuno degli àmbiti di operatività inclusi nel presente Rapporto.

A titolo esemplificativo e non esaustivo, le informazioni pubblicate vanno dai calendari e comunicazioni di emissione ai risultati delle aste, dalle caratteristiche dei titoli alla normativa applicabile, dalla valutazione dell'attività degli Specialisti alle operazioni straordinarie, dalla liquidità disponibile a documenti di carattere generale come le varie edizioni del presente Rapporto o le Linee Guida per la gestione del debito pubblico.

Completa l'informazione disponibile una ricchissima Sezione di dati statistici (http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/) che contiene, a partire dal Bollettino Trimestrale, informazioni quantitative su tutti i comparti di attività del Debito pubblico, inclusi gli andamenti della composizione, delle cedole, dei rendimenti all'emissione e della vita media dei titoli di Stato, degli indicatori di rischio, del portafoglio derivati.

Il patrimonio di dati reso consultabile è perennemente aggiornato con l'evoluzione dell'attività, mantenendo altresì la disponibilità dei dati storici.

A completamento delle informazioni già presenti nel Rapporto, le pagine che seguono contengono una selezione di tabelle e grafici riguardanti alcune delle informazioni presenti sul sito.

TABELLE E GRAFICI

EMISSIONI LORDE SUL MERCATO AL VALORE NOMINALE – TITOLI CON DURATA FINO A DUE ANNI (milioni di euro)

	BOT			CTZ	
	flessibili	3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi
gen-14			16.943	9.305	5.955
feb-14			8.618	8.000	2.875
mar-14			8.250	7.566	2.875
apr-14			7.700	7.500	3.500
mag-14			7.150	7.150	3.450
giu-14			8.250	7.150	2.875
lug-14			7.163	6.500	2.588
ago-14			7.500	7.700	3.074
set-14			7.700	9.075	2.902
ott-14			6.556	8.015	2.875
nov-14			6.104	6.500	
dic-14				6.011	
gen-15			15.400	8.413	4.977
feb-15			7.344	7.700	3.812
mar-15			7.062	6.502	2.300
apr-15			6.500	6.500	2.300
mag-15			6.000	7.142	2.278
giu-15			6.750	7.150	2.013
lug-15			7.150	7.067	
ago-15			6.750	6.000	3.672
set-15			6.500	7.500	2.300
ott-15			6.000	7.100	2.013
nov-15			5.500	6.600	1.725
dic-15				5.500	
gen-16			13.100	7.000	3.138
feb-16			6.875	6.500	
mar-16			6.600	6.600	3.428
apr-16			6.600	6.075	
mag-16			6.000	6.500	2.500
giu-16			6.406	6.500	
lug-16			6.488	6.500	2.875
ago-16			6.000	6.600	
set-16			6.600	6.750	2.500
ott-16			6.000	6.250	
nov-16			6.000	6.000	4.550
dic-16				4.750	
gen-17			13.000	7.700	2.500
feb-17			6.150	6.548	2.875
mar-17			6.500	6.500	2.875
apr-17			6.600	6.000	2.300
mag-17			6.000	7.150	3.554
giu-17			6.750	6.500	2.500
lug-17			6.500	6.750	2.300
ago-17			6.000	6.692	2.300
set-17			6.000	6.500	1.556
ott-17			6.000	6.000	3.900
nov-17			5.500	5.510	2.000
dic-17				4.750	

EMISSIONI LORDE SUL MERCATO AL VALORE NOMINALE – TITOLI CON DURATA SUPERIORE A DUE ANNI (milioni di euro)

	CCTeu 5-7 anni	BTP €i				BTP										BTP Italia 4-6-8 anni
		5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	20 anni	30 anni	50 anni			
gen-14		1.250				4.808	3.450	2.875	2.875	1.957						
feb-14	1.685	1.150				4.025	5.200	2.875	3.450				1.725			
mar-14	1.113		4.500			3.608	3.186	2.300	4.250	1.725						
apr-14	3.251		975	540		3.564	3.000	2.760	3.750				1.412			20.565
mag-14	2.655	1.131				5.200	4.025	2.588	3.450	7.000						
giu-14	1.875		1.150			4.025	2.905	4.936	3.001				1.150			
lug-14	1.674	639		511		3.450	4.768	2.875	2.875	2.300						
ago-14	1.500						3.000		2.500							
set-14	1.725		966		525	2.457	2.875	2.500	4.001	2.000						
ott-14	3.807		665	485		4.128	2.875	2.300	3.450				1.438			7.506
nov-14	2.255					2.781	2.875	2.172	3.163	1.500						
dic-14	1.725						3.550		2.300							
gen-15	1.557	692			308	3.450	3.296	2.875	3.446	1.501			6.500			
feb-15	2.013			1.150		2.875	3.450	5.200	4.025	1.725						
mar-15	2.013		979	526		2.500	2.875	3.000	5.850	8.000			1.750			
apr-15	3.900		505			3.531	2.300	2.500	2.875							9.379
mag-15	2.588			467		3.087	4.069	2.500	2.000	750			750			
giu-15	2.300		895		225	2.502	2.809	2.300	2.875	778			947			
lug-15	2.779			817		2.858	1.725	2.285	3.331	1.725			1.599			
ago-15	2.013						2.208		2.855							
set-15	1.725		522			2.270	2.197	5.015	4.474				1.695			
ott-15	3.900			3.500		3.691	2.300	2.875	3.450	1.150						
nov-15	1.717			412		2.160	4.000	2.790	2.181							
dic-15	1.000						2.500		1.687							
gen-16	1.637		550			2.001	2.394	3.450	2.588	2.013						
feb-16	2.013			946		2.240	2.588	2.875	3.450				9.000			
mar-16	2.300				293	2.108	2.588	5.200	5.200	1.725						
apr-16	1.725		863			3.501	4.214	2.821	3.047		6.500	1.374				8.014
mag-16	3.771	3.000				2.548	2.293	2.723	2.501	1.500						
giu-16	2.300			805		2.000	2.502	3.000	3.002				1.259			
lug-16	2.013	1.150				2.069	2.875	2.504	2.875	1.251	1.750					
ago-16	2.300						2.300		5.850							
set-16	1.847			939		2.000	3.231	4.000	3.365		1.250					
ott-16	2.300		669			4.000	4.001	2.506	2.875	2.065				5.000		5.220
nov-16	3.250	792			414	2.750	2.750	2.250	2.500				1.312			
dic-16	3.400						2.013		1.725							
gen-17	2.013			1.105		3.001	2.500	2.750	1.725	6.000	1.500					
feb-17	2.588	828				3.163	3.163	2.875	5.200				1.516			
mar-17	2.196		3.000			2.750	5.200	3.500	2.300	1.387						
apr-17	2.661	738		512		5.850	2.251	2.875	2.500		2.400			750		
mag-17	4.550		984		472	2.819	2.875	2.588	3.163				1.251			8.590
giu-17	2.013	539				2.875	3.450	3.450	3.163				6.500			
lug-17	1.725		1.438			2.838	2.875	2.695	5.047	1.471						
ago-17	1.725						4.891		2.588							
set-17	2.013	791		709		2.501	3.450	4.001	2.875		1.500					
ott-17	1.725		1.438			5.200	2.875	2.300	2.300				1.713			
nov-17	4.550					2.002	2.875	2.729	2.875	1.577						7.107
dic-17	2.013								2.013							

N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio

EMISSIONI LORDE SUL MERCATO AL VALORE NOMINALE – RIAPERTURE TITOLI OFF THE RUN (milioni di euro)

	CCT	BTPEi			BTP			
	inf. a 7 anni	2 - 10anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni	2 - 5 anni	6 - 10 anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni
gen-14	1.187							
feb-14								
mar-14								827
apr-14								
mag-14								1.150
giu-14								
lug-14								
ago-14								
set-14								
ott-14								
nov-14								
dic-14								
gen-15								
feb-15								
mar-15								
apr-15		358					1.500	
mag-15		533						
giu-15								
lug-15								
ago-15								
set-15		564						
ott-15								
nov-15		614						1.150
dic-15								
gen-16		600						
feb-16							1.150	
mar-16		570						
apr-16							707	
mag-16							1.000	
giu-16								742
lug-16								
ago-16								
set-16								750
ott-16		832						
nov-16								605
dic-16	1.150							
gen-17						1.005		
feb-17		536			1.150			1.184
mar-17	1.254					1.150		1.562
apr-17					1.000		1.200	
mag-17								1.499
giu-17		461						
lug-17								929
ago-17								
set-17								
ott-17								
nov-17								
dic-17								

N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio

RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO (medie ponderate mensili)

	BOT		CTZ	CCTeu	BTPEi (*)				BTP							BTP Italia (*)	
	6	12	24	5-7	5	10	15	30	3	5	7	10	15	20	30	50	4-6-8
	mesi	mesi	mesi	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni
gen-14	0,714	0,735	1,194		2,26				1,51	2,71	3,17	4,11	4,26				
feb-14	0,456	0,676	0,822	1,79	2,01				1,41	2,43	3,02	3,81			4,59		
mar-14	0,505	0,592	0,707	1,56		3,43			1,12	2,14	2,71	3,42	3,85				
apr-14	0,595	0,589	0,786	1,30		3,16	3,32		0,93	1,88	2,44	3,29			4,27		2,10
mag-14	0,493	0,650	0,786	1,32	1,41				1,07	1,84	2,29	3,22	3,58				
giu-14	0,309	0,495	0,591	1,38		2,87			0,89	1,62	2,12	3,01			4,05		
lug-14	0,236	0,387	0,428	1,24	0,97		2,93		0,84	1,35	2,17	2,81	3,44				
ago-14	0,136	0,279	0,326	1,12						1,20		2,60					
set-14	0,232	0,271	0,385	1,16		2,31		3,57	0,52	1,10	1,71	2,39	3,03				
ott-14	0,379	0,301	0,692	1,08		2,50	2,78		0,70	1,06	1,71	2,45			3,66		1,49
nov-14	0,272	0,335		1,25					0,77	1,23	1,74	2,44	2,97				
dic-14		0,418		1,10						0,94		2,08					
gen-15	0,229	0,243	0,401	0,96	0,55			2,53	0,61	0,98	1,29	1,89	2,46		3,29		
feb-15	0,090	0,209	0,219	0,87			1,58		0,44	0,89	1,23	1,62	2,10				
mar-15	0,040	0,079	0,162	0,62		1,31	1,42		0,15	0,56	0,71	1,36	1,69		1,86		
apr-15	0,000	0,013	0,079	0,71		1,41			0,23	0,55	0,89	1,34					1,10
mag-15	0,004	0,027	0,062	0,76			2,05		0,32	0,63	1,31	1,40	2,32		2,92		
giu-15	0,060	0,061	0,204	0,78		2,14		3,27	0,50	0,85	1,76	1,83	2,77		3,36		
lug-15	0,007	0,124		1,08			2,02		0,48	1,25	1,60	2,35	2,63		3,24		
ago-15	0,007	0,011	0,166	0,67						0,77		1,83					
set-15	0,023	0,028	0,116	0,65		1,72			0,24	0,84	1,37	1,95			2,96		
ott-15	-0,055	0,023	-0,023	0,76			2,24		0,25	0,71	1,24	1,82	2,14				
nov-15	-0,112	-0,030	-0,095	0,59			1,91		0,11	0,53	0,98	1,48					
dic-15		-0,003		0,51						0,37		1,36					
gen-16	-0,059	-0,074	-0,113	0,42		1,35			0,02	0,57	0,99	1,59	2,03				
feb-16	-0,042	-0,032		0,47			1,95		0,11	0,42	1,05	1,44			2,76		
mar-16	-0,050	-0,068	-0,063	0,58				2,33	-0,05	0,44	0,79	1,50	1,84				
apr-16	-0,172	-0,081		0,44		1,34			0,05	0,34	0,82	1,24		2,30	2,49		1,14
mag-16	-0,262	-0,140	-0,137	0,59	0,71				0,04	0,49	0,87	1,51	1,99				
giu-16	-0,150	-0,122		0,53			1,79		0,08	0,40	0,83	1,42			2,49		
lug-16	-0,185	-0,176	-0,150	0,57	0,45				-0,04	0,33	0,63	1,35	1,57	1,88			
ago-16	-0,236	-0,190		0,38						0,26		1,24					
set-16	-0,257	-0,175	-0,216	0,32			1,50		-0,02	0,19	0,69	1,14		1,91			
ott-16	-0,295	-0,238		0,33		1,08			0,03	0,28	0,83	1,21	1,77			2,85	1,13
nov-16	-0,199	-0,217	-0,283	0,59	1,12			3,09	0,30	0,57	1,37	1,60			3,14		
dic-16		-0,196		0,99						0,91		1,97					
gen-17	-0,301	-0,250	-0,071	0,58			2,52		0,06	0,54	1,15	1,77	2,53	2,53			
feb-17	-0,294	-0,247	0,029	0,73	1,14				0,25	0,92	1,59	2,37			3,43		
mar-17	-0,294	-0,226	-0,085	0,79		2,50			0,37	1,11	1,90	2,28	2,87				
apr-17	-0,326	-0,239	-0,075	0,70	0,93		2,45		0,47	1,04	1,69	2,25		2,84		3,44	
mag-17	-0,358	-0,304	-0,078	0,93		2,23		3,08	0,37	1,04	1,65	2,29			3,32		1,16

giu-17	-0,372	-0,351	-0,167	0,92	0,64				0,15	0,88	1,35	2,15			3,54	
lug-17	-0,362	-0,352	-0,160	0,83		2,26			0,23	0,81	1,57	2,16	2,77			
ago-17	-0,356	-0,337	-0,139	0,77						0,88		2,16				
set-17	-0,382	-0,326	-0,220	0,81	0,69		2,52		0,05	0,84	1,52	2,09		2,74		
ott-17	-0,400	-0,334	-0,167	0,75		2,14			0,15	0,83	1,53	2,19			3,33	
nov-17	-0,436	-0,395	-0,337	0,60					-0,02	0,58	1,21	1,86	2,38			0,93
dic-17		-0,407		0,46								1,73				

N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio

(*) Rendimento lordo comprensivo dell'aspettativa di inflazione al momento dell'emissione

VITA RESIDUA MEDIA PONDERATA DEI TITOLI DI STATO (mesi)									
	BOT	CCT	CCTeu	CTZ	BTP		Italia	Estero (*)	TOTALE (*)
					ordinari	indicizzati			
gen-14	4,96	17,85	41,64	12,14	91,36	102,29	37,64	127,41	76,52
feb-14	5,14	16,93	41,27	11,66	90,62	100,97	36,71	126,39	75,99
mar-14	5,11	20,87	40,64	11,05	89,72	100,78	35,69	125,03	75,84
apr-14	5,16	19,88	40,87	10,69	90,05	100,16	43,49	124,66	75,78
mag-14	5,03	18,90	40,77	12,19	89,57	98,76	42,47	123,72	75,81
giu-14	5,01	17,91	40,58	11,64	90,26	97,97	41,49	122,75	75,95
lug-14	4,89	16,89	40,08	10,98	90,27	96,92	40,47	124,13	75,72
ago-14	4,92	15,88	39,51	10,53	91,33	95,90	39,46	123,23	75,95
set-14	5,10	14,89	39,02	12,25	90,41	109,69	38,47	122,12	76,63
ott-14	5,18	13,87	39,72	11,69	89,62	108,86	40,18	122,16	76,07
nov-14	5,11	12,88	39,63	10,70	89,71	107,87	39,20	121,64	75,93
dic-14	4,92	16,84	39,26	12,44	88,83	106,85	38,18	121,95	76,62
gen-15	5,08	15,82	38,80	12,07	89,31	106,05	37,16	132,28	76,63
feb-15	5,21	14,90	38,59	11,95	89,92	105,44	36,24	133,64	76,85
mar-15	5,17	13,88	38,24	11,36	90,92	104,62	35,22	136,56	77,44
apr-15	5,13	12,90	39,24	10,78	91,28	103,59	39,79	136,62	77,53
mag-15	5,06	11,88	39,43	10,13	90,29	102,68	38,78	136,06	76,74
giu-15	5,09	10,89	39,47	12,22	90,70	102,18	37,80	138,20	77,47
lug-15	5,06	9,87	39,70	11,21	91,42	101,37	36,79	137,19	77,73
ago-15	5,01	8,85	39,50	11,06	92,20	100,35	35,77	136,18	77,82
set-15	5,14	12,00	39,70	10,56	91,55	99,27	34,78	135,08	77,71
ott-15	5,16	10,98	40,31	9,95	90,47	100,81	33,74	134,05	77,07
nov-15	5,11	9,99	40,01	9,28	90,77	100,08	32,75	133,05	76,98
dic-15	4,93	8,97	45,37	10,91	90,80	99,06	31,73	132,10	78,22
gen-16	5,07	7,95	44,97	10,44	89,92	98,20	30,71	135,32	77,21
feb-16	5,17	7,00	44,74	9,48	90,84	97,90	29,76	133,60	77,91
mar-16	5,15	5,98	44,63	9,42	90,07	97,45	30,92	132,41	77,47
apr-16	5,11	5,00	44,22	10,89	91,16	96,49	34,96	131,45	78,60
mag-16	5,06	3,98	44,75	10,54	91,45	95,11	33,94	133,80	78,65
giu-16	5,09	2,99	44,64	9,57	90,84	94,66	33,52	133,38	78,30
lug-16	5,10	7,00	44,32	9,24	90,00	93,46	32,51	140,33	78,17
ago-16	5,07	5,98	44,08	11,61	90,88	92,44	31,50	139,34	79,00
set-16	5,15	5,00	43,73	11,13	91,40	98,36	30,51	145,94	79,66
ott-16	5,14	3,98	43,43	10,11	92,28	97,46	39,29	144,50	81,07
nov-16	5,13	2,99	43,69	11,04	92,57	96,92	38,30	145,71	81,06
dic-16	4,92	1,97	43,64	10,02	92,63	95,90	37,28	144,82	81,06
gen-17	5,08	0,95	43,27	9,82	92,10	95,57	36,29	144,29	80,27
feb-17	5,16	0,03	43,17	13,05	93,18	94,55	35,36	143,43	81,17
mar-17	5,17	-	43,05	12,73	92,60	94,37	34,35	143,60	80,95
apr-17	5,14	-	42,83	12,23	91,91	93,53	41,14	142,74	81,00
mag-17	5,16	-	43,31	12,28	93,09	93,42	43,51	142,48	81,47
giu-17	5,18	-	45,98	11,95	94,34	92,37	44,58	147,28	82,69
lug-17	5,19	-	45,60	11,47	93,63	91,70	43,56	146,32	82,02
ago-17	5,17	-	45,09	14,60	94,08	90,68	42,54	145,33	82,46
set-17	5,20	-	44,68	13,87	93,07	99,87	41,55	145,06	82,30
ott-17	5,16	-	48,84	13,87	92,26	99,12	40,51	144,33	82,10
nov-17	5,08	-	49,58	13,36	92,72	98,28	53,92	143,50	83,04
dic-17	4,86	-	49,66	12,34	92,16	97,26	52,90	142,59	82,81

N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio

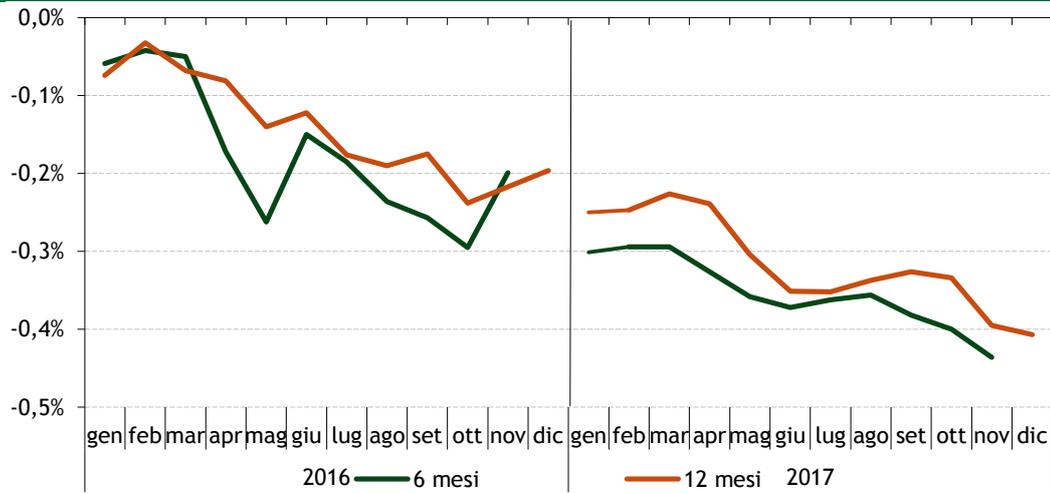
**RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO – RIAPERTURE TITOLI OFF THE RUN
(medie ponderate mensili)**

	BTP€i(*)				BTP			
	CCT inf. a 7 anni	2 - 10 anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni	2 - 5 anni	6 - 10 anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni
gen-14	1,43							
feb-14								
mar-14								4,01
apr-14								
mag-14								3,71
giu-14								
lug-14								
ago-14								
set-14								
ott-14								
nov-14								
dic-14								
gen-15								
feb-15								
mar-15							1,64	
apr-15		0,94						
mag-15		1,66						
giu-15								
lug-15								
ago-15								
set-15		1,08						
ott-15								
nov-15		1,06						2,67
dic-15								
gen-16		1,54						
feb-16							2,08	
mar-16		1,27						
apr-16							1,71	
mag-16							1,90	
giu-16								2,44
lug-16								
ago-16								
set-16								2,28
ott-16		1,34						
nov-16								3,05
dic-16	0,67							
gen-17						1,71		
feb-17		2,20			0,37			3,31
mar-17	0,53					2,05		3,42
apr-17					0,40		2,53	
mag-17								3,38
giu-17		1,72						
lug-17								2,93
ago-17								
set-17								
ott-17								
nov-17								
dic-17								

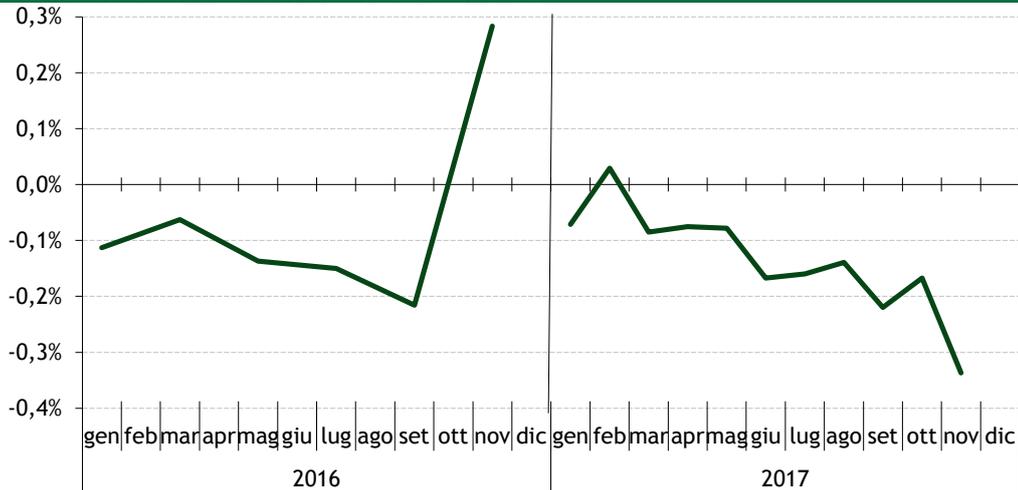
N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio

(*) Rendimento lordo comprensivo dell'aspettativa di inflazione al momento dell'emissione.

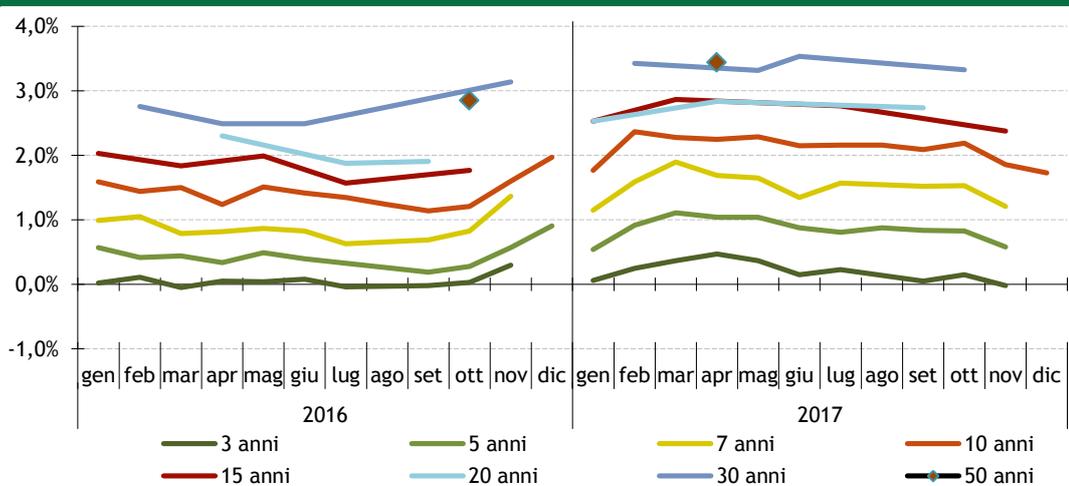
BOT: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE



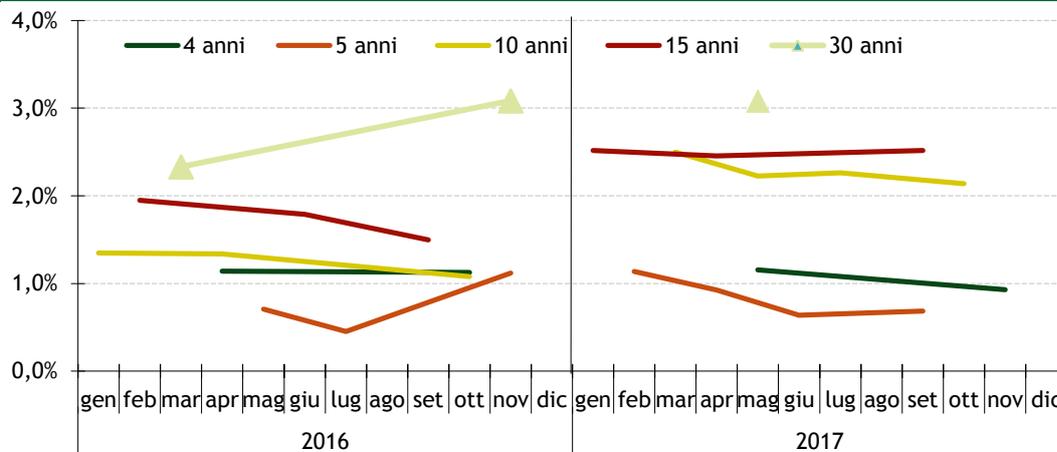
CTZ: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE



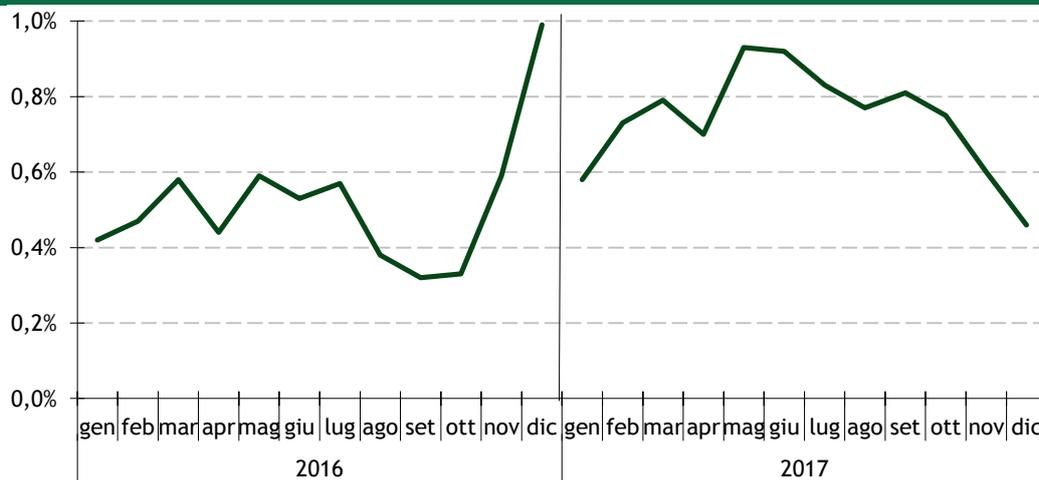
BTP: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE



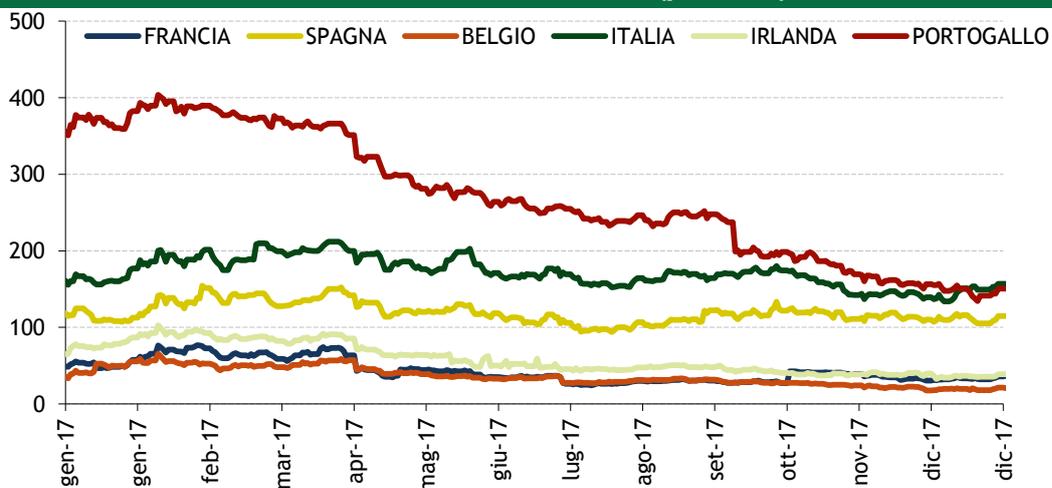
BTP ITALIA E BTPCi - RENDIMENTI ATTESI



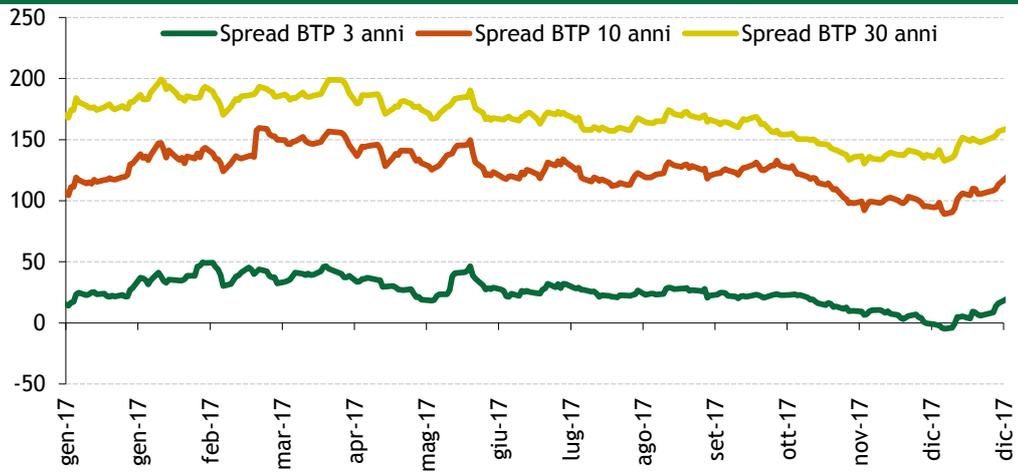
CCTeu: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE



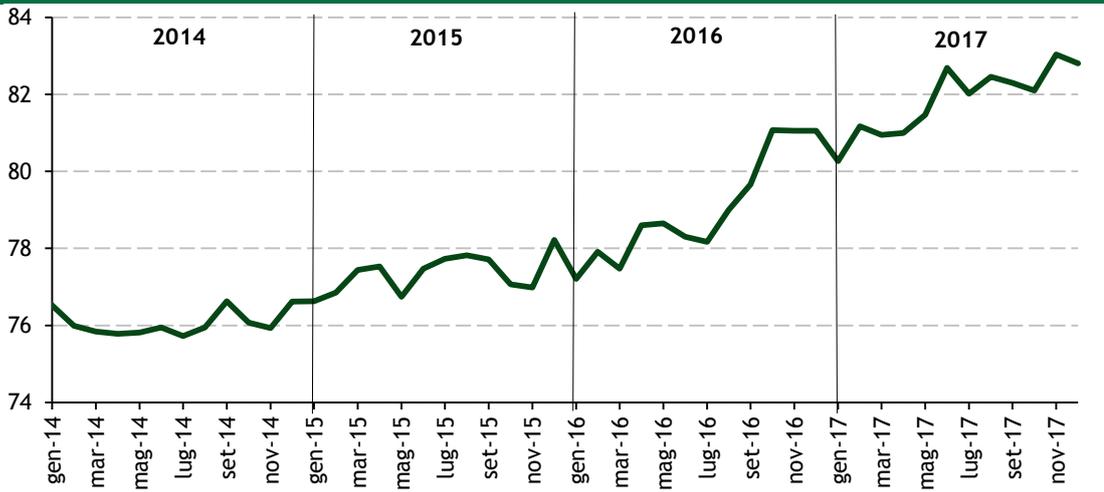
SPREAD DEI TITOLI DECENNALI AREA EURO RISPETTO AL BUND (punti base)



ASSET SWAP SPREAD (punti base)



ANDAMENTO MENSILE DELLA VITA RESIDUA MEDIA PONDERATA DEI TITOLI DI STATO (espressa in mesi)





MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE