



MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO 2015



MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO 2015

INDICE

I.	OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2015	1
I.1	La prassi internazionale	1
I.2	Il quadro istituzionale	2
I.3	Il contenimento del costo del debito con attenzione al profilo costo/rischio.....	5
I.4	Monitoraggio e gestione del conto disponibilità mirati alla stabilizzazione del saldo	16
II.	L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI NEL CONTESTO INTERNAZIONALE	19
II.1	Le politiche monetarie e il mercato monetario dell'area euro	19
II.2	I mercati obbligazionari dell'area euro.....	23
II.3	L'andamento del mercato dei titoli di Stato italiani	28
III.	CONTESTO DI FINANZA PUBBLICA	45
III.1	L'andamento del fabbisogno del settore statale.....	45
III.2	Scadenze, emissioni e copertura del fabbisogno del settore statale	46
III.3	Fabbisogno del settore pubblico	48
III.4	Debito delle Pubbliche Amministrazioni e rapporto debito/PIL	49
III.5	Indebitamento netto.....	51
III.6	Raccordo tra fabbisogno e indebitamento	52
IV.	LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2015	54
IV.1	L'attività in titoli di Stato sul mercato domestico ed estero	54
IV.2	La gestione del portafoglio derivati	74
IV.3	I risultati dell'attività di emissione e di gestione del debito in relazione agli obiettivi.....	76
IV.4	La gestione della liquidità del Tesoro.....	89

INDICE DELLE TABELLE

Tabella I.1:	I titoli di Stato domestici
Tabella III.1:	Conto consolidato di cassa del settore statale (milioni di euro)
Tabella III.2:	Emissioni, scadenze e copertura del fabbisogno del settore statale (milioni di euro)
Tabella III.3:	Conto consolidato di cassa del settore pubblico (milioni di euro)
Tabella III.4:	Principali aggregati di finanza pubblica (milioni di euro)
Tabella III.5:	Raccordo tra fabbisogno del settore pubblico ed indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche (milioni di euro)
Tabella IV.1:	Riepilogo operazioni di concambio del 2015 (importi nominali in milioni di euro)
Tabella IV.2:	Operazioni di rimborso a scadenza con il fondo di ammortamento del 2015 (importi nominali in milioni di euro)
Tabella IV.3:	Piazzamenti privati sotto programma MTN
Tabella IV.4:	Composizione delle emissioni 2013-2015 in valore assoluto e percentuale al lordo dei concambi (milioni di euro)
Tabella IV.5:	Vita media dello stock di titoli di Stato (in anni)
Tabella IV.6:	Andamento di duration e ARP negli anni 2013-2015 relativamente allo stock di titoli di Stato ante derivati (in anni)
Tabella IV.7:	Andamento di duration e ARP negli anni 2013-2015 relativamente ai titoli di stato post derivati (in anni)
Tabella IV.8:	Andamento di mercato stock titoli di Stato
Tabella IV.9:	Portafoglio strumenti derivati – anni 2014 e 2015 (milioni di euro)
Tabella IV.10:	Conto disponibilità e impieghi della liquidità del Tesoro a fine mese – anno 2015 (milioni di euro)

INDICE DEI GRAFICI

- Grafico I.1: Scadenze titoli a medio-lungo termine in essere al 31-12-2014 (milioni di euro)
- Grafico I.2: Profilo mensile delle scadenze – titoli a medio-lungo termine per gli anni 2015-2016 in essere al 31-12-2014 (milioni di euro)
- Grafico I.3: Portafogli di emissione analizzati per l'anno 2015
- Grafico II.1 Corridoio dei tassi di politica monetaria della BCE 2012-2015 (tassi percentuali)
- Grafico II.2 Andamento dei tassi *overnight* sul mercato monetario e alle aste OPTES nel 2015 (tassi percentuali)
- Grafico II.3 Evoluzione della curva dei rendimenti dei titoli di Stato europei – scadenza 10 anni (tassi percentuali)
- Grafico II.4 Tassi di mercato sui titoli di Stato – 2-3-5-10-15-30 anni (tassi 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 BTP-Bund – *benchmark* 10 anni (punti base)
- Grafico II.8 Volumi mensili negoziati sulla piattaforma MTS (milioni di euro)
- Grafico II.9 Volumi trimestrali negoziati su MTS, distinti per comparto (milioni di euro)
- Grafico II.10 Volumi trimestrali negoziati sulla piattaforma MTS per scadenza (milioni di euro)
- Grafico II.11a Differenziale denaro-lettera su BTP 10, 15 e 30 anni *benchmark*, rilevato sulla piattaforma MTS
- Grafico II.11b Differenziale denaro-lettera su CTZ, CCTeu, BTP 3 e 5 anni *benchmark*, rilevato sulla piattaforma MTS
- Grafico II.11c Differenziale denaro-lettera su BTP€i 5 e 10 anni *benchmark*, rilevato sulla piattaforma MTS
- Grafico II.12 Volumi negoziati mensili per scadenza di contratto sulla piattaforma MTS (milioni di euro)
- Grafico II.13 Volumi annuali negoziati dagli Specialisti su piattaforma MTS (valori percentuali)
- Grafico II.14 Volumi mensili negoziati dagli Specialisti su piattaforme diverse da MTS (milioni di euro)
- Grafico II.15 Volumi trimestrali negoziati dagli Specialisti per tipologia di controparte (milioni di euro) – gestori di fondi, banche, fondi pensione ed assicurativi, hedge fund
- Grafico II.16 Volumi trimestrali negoziati dagli Specialisti per tipologia di residenza geografica della controparte (milioni di euro)
- Grafico II.17 Andamento del prezzo del future BTP e del rendimento del BTP *benchmark* su scadenza 10 anni (scala di destra invertita, in percentuale)
- Grafico II.18 Volumi del contratto BTP-Future negoziati sulla scadenza decennale sul mercato EUREX (numero di lotti di negoziazione)

- Grafico II.19 Andamento del prezzo dei CDS dei governativi Italia e Germania (\$) sulla scadenza 5 anni e dello spread BTP-Bund 5 anni (punti base)
- Grafico III.1 Evoluzione del rapporto debito/PIL nel periodo 2005-2015
- Grafico IV.1 La curva dei rendimenti dei titoli di Stato 2014-2015 (tassi percentuali)
- Grafico IV.2 Tasso annuo medio di aggiudicazione in asta dei BOT a 6 e 12 mesi - anni 2010-2015 (tassi percentuali)
- Grafico IV.3 Rendimento all'emissione dei BOT semestrali e confronto con il tasso EURIBOR - anni 2014-2015 (tassi percentuali)
- Grafico IV.4 Rendimenti all'emissione dei CTZ - anno 2015 (tassi percentuali)
- Grafico IV.5 BTP 1 settembre 2046 - distribuzione per tipologia di investitore
- Grafico IV.6 BTP 1 settembre 2046 - distribuzione geografica
- Grafico IV.7 BTP 1 marzo 2032 - distribuzione per tipologia di investitore
- Grafico IV.8 BTP 1 marzo 2032 - distribuzione geografica
- Grafico IV.9 Rendimenti in asta dei BTP con scadenza tra 3 e 10 anni - anno 2015
- Grafico IV.10 Rendimenti in asta dei BTP a lungo termine - anno 2015
- Grafico IV.11 Rendimenti reali in asta dei BTP€i - anno 2015
- Grafico IV.12 BTP€i 15 settembre 2032 - distribuzione per tipologia di investitore
- Grafico IV.13 BTP€i 15 settembre 2032 - distribuzione geografica
- Grafico IV.14 Composizione per tipologia di controparte degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato - anni 2014-2015
- Grafico IV.15 Composizione per provenienza geografica degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato - anni 2014-2015
- Grafico IV.16 Ammontare riacquistato nelle operazioni straordinarie - anni 2011-2015 (importi nominali in milioni di euro)
- Grafico IV.17 Composizione dello stock di titoli di Stato al 31 dicembre 2014 e al 31 dicembre 2015
- Grafico IV.18 Struttura dello stock dei titoli di Stato domestici
- Grafico IV.19 Scadenze per classi di vita residua anni 2013-2015
- Grafico IV.20 Curve dei tassi swap in euro
- Grafico IV.21 Evoluzione prospettica del nozionale del portafoglio derivati nell'ipotesi di esercizio delle swaptions (milioni di euro)
- Grafico IV.22 Struttura per scadenza del portafoglio derivati nell'ipotesi di esercizio delle swaption (milioni di euro)
- Grafico IV.23 Costo all'emissione dei titoli di Stato - anni 2005-2015
- Grafico IV.24 Costo medio dello stock di titoli di Stato pre e post derivati - anni 2005-2015
- Grafico IV.25 Variazioni medie infra-mensili delle disponibilità liquide del Tesoro: scarti rispetto al minimo del mese - anno 2015 (milioni di euro)
- Grafico IV.26 Scarto tra saldo massimo e minimo mensile delle disponibilità liquide del Tesoro - anni 2014-2015 (milioni di euro)
- Grafico IV.27 Impiego medio alle aste OPTES quotidiane (milioni di euro)

- Grafico IV.28 Andamento dei tassi *overnight* sul mercato monetario e alle aste OPTES nel 2014-2015 (tassi percentuali)
- Grafico IV.29 Impiego medio alle aste OPTES quotidiane – anni 2012-2015 (milioni di euro)
- Grafico IV.30 Distribuzione media della liquidità a fine mese per tipologia di impiego – confronto tra gli anni 2014 e 2015

I. OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2015

I.1 LA PRASSI INTERNAZIONALE

Il Tesoro fonda gli obiettivi della gestione del debito pubblico sulla migliore prassi internazionale. I criteri di gestione sono infatti allineati alle politiche seguite dai gestori del debito pubblico e raccomandate dalle istituzioni finanziarie multilaterali, la c.d. *best practice* internazionale, e si basano sul riconoscimento di una relazione inversa tra costo e rischio (di rifinanziamento e di tasso d'interesse) del debito e quindi sulla necessità di minimizzare i costi in funzione dei livelli di rischio ritenuti accettabili, in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo¹.

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 internazionali e con le agenzie di rating.

In particolare, sono assicurati rapporti regolari con i gestori europei del debito pubblico 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. Inoltre, viene curata una regolare presenza nei gruppi di lavoro di istituzioni sovranazionali quali l'OCSE, il FMI e la Banca Mondiale; il Tesoro partecipa tra l'altro al *Working Party on Public Debt Management* dell'OCSE, che costituisce una sede stabile di confronto delle politiche e delle tecniche di gestione del debito pubblico tra i Paesi membri dell'Organizzazione. 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 procedura per i disavanzi eccessivi (*Excessive Deficit Procedure - EDP*), in relazione soprattutto alla corretta registrazione delle poste direttamente connesse al debito pubblico secondo i criteri europei di contabilità nazionale (SEC - o ESA, adottando l'acronimo anglosassone). La partecipazione della Direzione del debito pubblico a questo filone di attività non costituisce soltanto un fattore che rafforza la consapevolezza circa gli impatti, secondo la contabilità armonizzata a livello

¹ Le linee guida del Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale, pubblicate nel 2001 e aggiornate nel 2014, recitano (pag. 11 delle *Revised Guidelines for Public Debt Management* del 2014): "Il principale obiettivo della gestione del debito pubblico è assicurare che le esigenze di finanziamento del governo e il pagamento delle relative obbligazioni siano realizzati ad un costo di medio-lungo termine il più basso possibile, compatibile con un prudente grado di rischio... 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*."

europeo, dell'attività di gestione del debito, ma può a sua volta influenzare le scelte gestionali stesse, in funzione dei vincoli e delle implicazioni che ne derivano, ulteriori rispetto alle generali considerazioni di carattere finanziario ed agli effetti sul bilancio dello Stato.

In sostanziale sintonia con il modello generalmente adottato dalle unità istituzionali che si occupano di gestione del debito pubblico nei Paesi avanzati, l'individuazione e il monitoraggio degli obiettivi 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* istituzionale²; 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 liquidità³.

I.2 IL QUADRO ISTITUZIONALE

La definizione allargata di debito pubblico abbraccia le passività lorde consolidate di tutte le amministrazioni pubbliche (amministrazioni centrali, enti territoriali e istituti previdenziali pubblici), mentre 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 si riferisce a questa seconda, più circoscritta accezione, che peraltro è quella oggetto della normativa speciale rappresentata dal Testo Unico del Debito Pubblico⁴ (TUDP). Al 31 dicembre 2015 il debito costituito dai titoli di Stato rappresentava circa l'84% del debito pubblico complessivo.

² 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.

³ 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 scambio 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.

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.

⁴ Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico (Decreto del Presidente della Repubblica del 30 dicembre 2003, n.398).

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

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 Italia
Scadenza	3, 6, 12 mesi e inferiore a 12 mesi (BOT flessibili)	24 mesi	5, 7 anni	3,5,7,10,15,30 anni	5,10,15,30 anni	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 tranche di nuovi BTP a lunga scadenza (15 e 30 anni) o BTP€i possono essere offerte sul mercato tramite sindacato di collocamento.

Nel 2015 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 Ministeriale (cosiddetto "Decreto Cornice"⁵) 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" (d'ora in poi "Linee Guida").

⁵ Decreto del 23 dicembre 2014 pubblicato in Gazzetta Ufficiale n.1 del 2 gennaio 2015.

Anche per l'anno 2015 - 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 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 disponibilità, mirati alla stabilizzazione del saldo.

Il Decreto Cornice per il 2015, 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 è prevista la copertura dei titoli in scadenza nell'anno 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 del debito nel 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 2015, così articolati:

- BOT (titoli a breve termine) tra il 4% e il 12% (in leggera riduzione rispetto alla fascia fissata per l'anno precedente: tra il 5% ed il 15%);
- BTP (titoli "nominali" a tasso fisso) tra il 55% ed il 75% (invariata rispetto all'anno precedente);
- CCT/CCTeu (titoli "nominali" a tasso variabile) tra il 5% ed il 10% (invariata rispetto all'anno precedente);
- CTZ non oltre il 6% (in leggero aumento rispetto al limite fissato per l'anno precedente: 5%);
- BTP€i e BTP Italia (titoli "reali") non oltre il 17% (in leggero aumento rispetto al limite fissato per l'anno precedente pari al 15% per tenere conto dell'assenza di scadenze di titoli del comparto nell'anno).

Inoltre, relativamente ai titoli esteri, è stato stabilito che questi potessero essere emessi, al netto dei rimborsi, per un importo non superiore al 30% del totale delle emissioni nette.

Al fine di contribuire al contenimento del costo complessivo dell'indebitamento e alla protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento, come negli anni precedenti, l'art. 3 ha autorizzato l'utilizzo di operazioni di ristrutturazione del debito su base consensuale, vale a dire operazioni di riacquisto, scambio o rimborso anticipato di titoli, nonché operazioni in strumenti derivati.

Infine, con riferimento alla gestione del Conto disponibilità, all'art. 6 il Decreto Cornice ha rinviato ai decreti ministeriali del 29 luglio 2011 e del 25 ottobre 2011, che disciplinano le modalità di movimentazione della liquidità del Tesoro e di selezione delle controparti che partecipano alle relative operazioni.

Nelle Linee Guida per il 2015, in piena coerenza con i provvedimenti di cui sopra, il Tesoro si è impegnato specificatamente a:

1. aumentare la vita media dello stock dei titoli di Stato;
2. stabilizzare lo stock di BOT a fine anno rispetto al 2014;
3. controllare l'esposizione totale del debito all'inflazione, anche mediante la riduzione ad un'unica emissione dei BTP Italia;
4. ridurre la quota dei CCT/CCTeu e dei CTZ sullo stock del debito rispetto al 2014;
5. nell'ambito dei BTP nominali, ridurre il peso sul totale delle emissioni annue delle scadenze a 3 e 5 anni in favore di quelle da 7 anni in su;
6. porre in essere un congruo numero di operazioni di concambio e riacquisto, al fine soprattutto di gestire il carico delle scadenze dei prossimi anni;
7. mantenere una costante presenza nel mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul conto disponibilità per il servizio di Tesoreria (OPTES).

Durante il 2015, come nell'anno precedente, la Direzione del Debito Pubblico è stata pertanto chiamata a garantire che la gestione del debito, incluse le emissioni necessarie per la copertura dei titoli in scadenza e del fabbisogno del Settore Statale dell'anno, fosse tale da contenere il costo del debito mantenendo sotto controllo i principali rischi, contribuendo al tempo stesso a garantire un livello soddisfacente 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

Nel caso italiano, la normale gestione del *trade-off* costo/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 adottate⁶.

Come già segnalato nel rapporto dello scorso anno, 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, volto a distribuire uniformemente nel tempo le scadenze al fine di agevolare il

⁶ Per il dettaglio delle misure di costo e rischio si vedano i paragrafi successivi di questo capitolo.

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, coerente con la prassi internazionale, in Italia ha storicamente tenuto conto - e tuttora si misura - con l'elevata dimensione del debito, in termini assoluti e in rapporto al PIL, che ha necessariamente portato ad un atteggiamento ancora più prudentiale nei confronti del rischio per due ordini di motivi.

Da un lato, infatti, la dimensione del debito implica che una significativa componente che determina il 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 indebitato⁷: tale componente tende ad essere strutturalmente poco correlata al ciclo economico e questo rende significativamente diversa la situazione dell'Italia rispetto a Paesi con debito più contenuto e merito di credito più elevato. Per questi ultimi, infatti, i movimenti dei tassi di interesse sul debito sono di gran lunga più coerenti con il ciclo economico: quando i tassi salgono è perché l'economia è in crescita, con conseguente automatico miglioramento dei saldi di finanza pubblica, che quindi tende a neutralizzare potenziali effetti negativi su deficit e debito derivanti da una più elevata spesa per interessi, viceversa i tassi hanno la tendenza verso la diminuzione quando l'economia presenta tassi di crescita in riduzione, svolgendo quindi un effetto positivo su deficit e debito. Tale meccanismo in genere non si replica per i Paesi ad alto debito, proprio perché una quota non trascurabile dei movimenti dei tassi può appunto derivare dalla componente di rischio di credito che spesso è del tutto avulsa dal ciclo economico; peraltro, lo stesso premio di rischio richiesto dagli investitori potrebbe aumentare proprio in situazioni di rallentamento della crescita o di recessione economica, nella misura in cui questi fattori tendono a influenzare in senso negativo la percezione circa la sostenibilità del debito. Per questi Paesi, come l'Italia, risulta quindi necessario tendere ad una composizione del debito meno vulnerabile possibile rispetto agli andamenti dei tassi di interesse di mercato.

In secondo luogo, in un Paese ad alto debito la spesa per interessi normalmente rappresenta una quota rilevante della spesa corrente dello Stato⁸ e quindi del deficit. Ne consegue che stabilizzare e rendere prevedibile tale voce di spesa risulta particolarmente utile per essere in linea con i requisiti di stabilità della finanza pubblica previsti dai trattati attualmente in vigore per i Paesi dell'area euro, basati in particolar modo sul controllo del deficit e della dinamica del debito.

⁷ 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, per rafforzarsi ulteriormente con la successiva crisi del debito sovrano.

⁸ In Italia, in media dal 2012 al 2015 la spesa per interessi ha rappresentato circa il 10 per cento del totale delle uscite correnti (si veda il comunicato Istat "Sintesi dei conti ed aggregati economici delle Amministrazioni pubbliche" del 24 maggio 2016).

Sotto entrambi i profili, quindi, per l'Italia è cruciale un'impostazione della gestione del debito che ponga al centro della strategia il controllo dei rischi, in particolare quelli di tasso e di rifinanziamento.

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

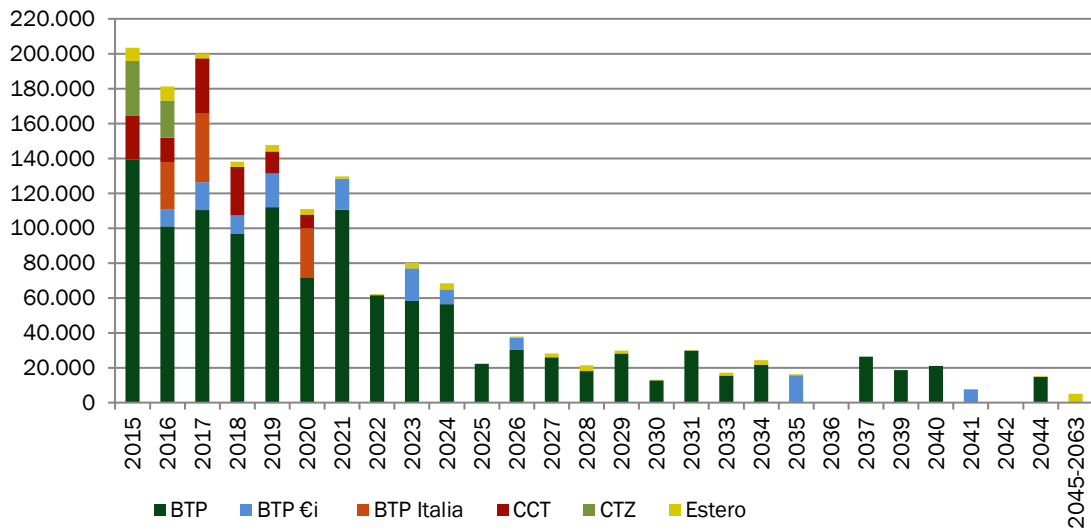
L'indicatore di riferimento per quantificare la misura di questo rischio è quello della vita media dello stock di titoli di Stato: viene calcolata una media delle scadenze di tutti i titoli in circolazione, ponderata per il valore nominale⁹ di ciascun titolo. Alla fine del 2014 la vita media del debito in titoli di Stato è stata pari a 6,38 anni, in sostanziale stabilizzazione rispetto ai 6,43 anni del 2013.

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 costo/rischio è stato operativamente tradotto nelle Linee Guida in termini di attuazione di una politica di emissione e gestione del debito volta a incrementare la vita media compatibilmente con le condizioni di mercato, e quindi di interrompere la discesa iniziata nel 2011 e sostanzialmente conclusa nel 2014.

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 2014 (vedi Grafico I.1), è stata valutata la necessità di ridurre i volumi in scadenza nel 2017, cercando di contenere, quanto più possibile e compatibilmente con le condizioni di mercato, l'emissione di titoli con scadenza in quell'anno e ponendo in essere operazioni di riacquisto e concambio focalizzate preferibilmente su titoli con scadenza nel 2017.

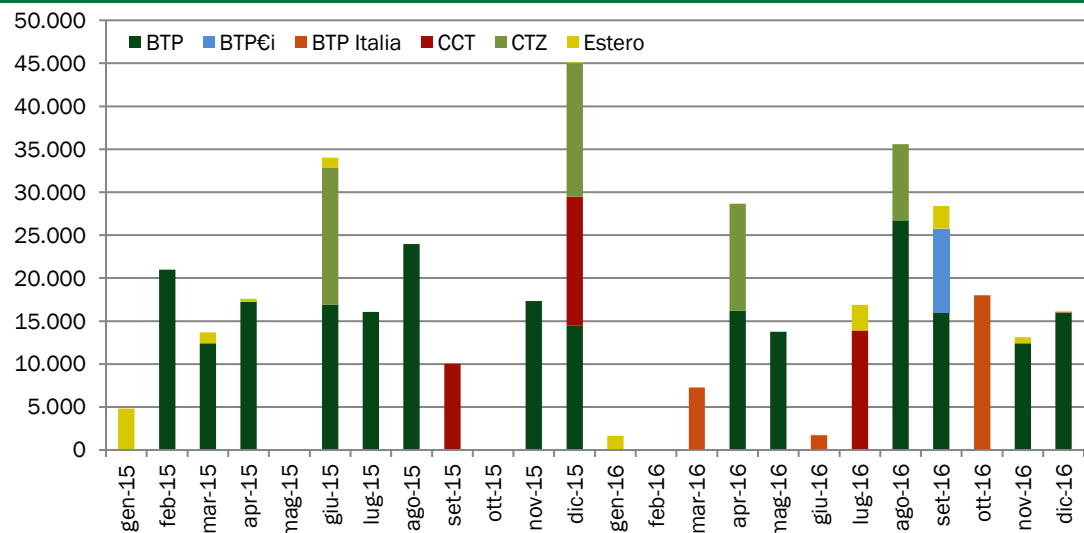
⁹ Per "valore nominale" viene utilizzata la definizione adottata nel Regolamento CE 479/2009 del 25 maggio 2009: "....Il valore nominale di una passività in essere alla fine dell'anno è il valore facciale; Il valore nominale di una passività indicizzata corrisponde al valore facciale aumentato dell'incremento 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".

GRAFICO I.1: SCADENZE TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE IN ESSERE AL 31-12-2014 (milioni di euro)



Nel più breve termine, analizzando specificatamente il profilo mensile delle scadenze (Grafico I.2) del 2015 e del 2016, la politica di emissione avrebbe dovuto concentrarsi sulla gestione dei mesi di giugno e dicembre 2015 e di aprile, agosto e settembre 2016, in particolare operando sugli importi dei BOT in emissione oltre che mediante operazioni di riacquisto e concambio. Inoltre, nel 2015 gli strumenti menzionati dovevano mirare anche a stabilizzare il saldo del Conto disponibilità, neutralizzando il più possibile le fluttuazioni delle disponibilità liquide del Tesoro.

GRAFICO I.2: PROFILO MENSILE DELLE SCADENZE - TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE PER GLI ANNI 2015-2016 IN ESSERE AL 31-12-2014 (milioni di euro)



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

Come ricordato nel Focus di approfondimento contenuto nel *Rapporto* dello scorso anno¹⁰, il rischio di tasso viene catturato con misure diverse quali la *duration* (o durata finanziaria) e l'*average refixing period* (tempo medio di “aggancio” dei tassi di interesse di mercato), che quantificano in modo immediato e sintetico tale rischio sulla struttura del debito, 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 avversi.

La prescrizione dell'art. 2, comma 2, del Decreto Cornice ha fatto esplicito riferimento all'esigenza di gestire l'esposizione ai mutamenti dei tassi di interesse. Ciò ha comportato per l'anno 2015 che l'attuazione dell'obiettivo di contenimento del costo del debito con riferimento al profilo costo/rischio richiedesse, come esplicitato nelle Linee Guida e compatibilmente con le condizioni presenti sui mercati finanziari, di continuare ad aumentare la durata finanziaria e l'*average refixing period* del debito. Entrambi gli indicatori dovevano considerare l'effetto del portafoglio di strumenti derivati.

L'analisi di *Cost at Risk (CaR)* è stata utilizzata per misurare, sul portafoglio di debito, il costo atteso che non può essere ecceduto con un determinato livello di probabilità, nonché per individuare tutte quelle composizioni delle emissioni di titoli le cui combinazioni di costo/rischio si collocano su una frontiera efficiente, e siano cioè tali da risultare premianti - per un dato livello di costo o di rischio - rispetto ad ogni altra ipotetica composizione del portafoglio delle emissioni. Per testare le caratteristiche di ipotetici portafogli di emissione alternativi si è fatto ricorso al modello, sviluppato internamente ed in uso ormai da alcuni anni presso la Direzione del Debito Pubblico, denominato SAPE¹¹ (Software di Analisi dei Portafogli di Emissione), che consente di stimare su un dato periodo temporale futuro sia il costo, in termini di spesa per interessi, di un determinato portafoglio, sia il suo rischio di tasso rispetto ad un campione rappresentativo di possibili scenari di evoluzione dei tassi di interesse e di inflazione¹².

¹⁰ Vedasi il Focus “I principali indicatori quantitativi del rischio di tasso di interesse” a pag. 22 del Rapporto Annuale sul Debito Pubblico 2014.

¹¹ Per una descrizione del SAPE - Software di Analisi dei Portafogli di Emissione, utilizzato dalla Direzione del Debito del Dipartimento del Tesoro, si rinvia al relativo Focus di approfondimento contenuto a pag.26 del Rapporto sul Debito Pubblico 2014.

¹² La base dati per il debito in circolazione utilizzata da SAPE a fine 2014 era ancora composta esclusivamente dai titoli domestici riportati in Tabella I.1. E' in via di completamento l'integrazione del modello SAPE per poter testare portafogli di emissione che includano anche titoli denominati in dollari USA e strategie che combinino emissioni e strumenti derivati, utilizzando come base dati tutti gli strumenti in circolazione, compresi i titoli esteri e le operazioni in derivati.

Il ruolo della strategia di emissione per la gestione del *trade-off* rischio di tasso/costo per il 2015

Un portafoglio di debito caratterizzato dal ripagamento del capitale dilazionato nel tempo e da interessi stabili (quindi con indicatori quali la vita media, l'*average refixing period* o la durata finanziaria caratterizzati da valori relativamente alti) comporta minori rischi di rifinanziamento e di tasso di interesse, ma allo stesso tempo maggiori costi a causa dei più alti tassi normalmente associati alle scadenze più lunghe, rispetto a un portafoglio di debito contraddistinto da valori più bassi per i medesimi indicatori. Esiste quindi un *trade-off* tra rischio e costo, per cui l'obiettivo della minimizzazione del rischio si ottiene a scapito dell'obiettivo di minimizzazione del costo, e viceversa. Ipotetici portafogli alternativi di debito con durate maggiori (minori) sono associati a maggiori costi e minori rischi (minori costi e maggiori rischi).

Per localizzare e quantificare la dimensione di *trade-off* e la frontiera efficiente, la modellistica descritta si è focalizzata sui titoli domestici, che alla fine del 2014 rappresentavano circa il 97 per cento del totale dei titoli di Stato in circolazione.

Nelle ultime settimane del 2014 e nelle prime del 2015 la Direzione del Debito Pubblico, dopo un'ampia ricognizione presso i principali operatori di mercato e mediante il supporto di una vasta documentazione prodotta dai principali centri di ricerca - pubblici e privati - aventi forte specializzazione in materia finanziaria, ha testato, come ormai prassi, diversi portafogli di emissione giudicati compatibili con le condizioni di mercato e le caratteristiche fondamentali della gestione del debito pubblico in Italia e del suo mercato.

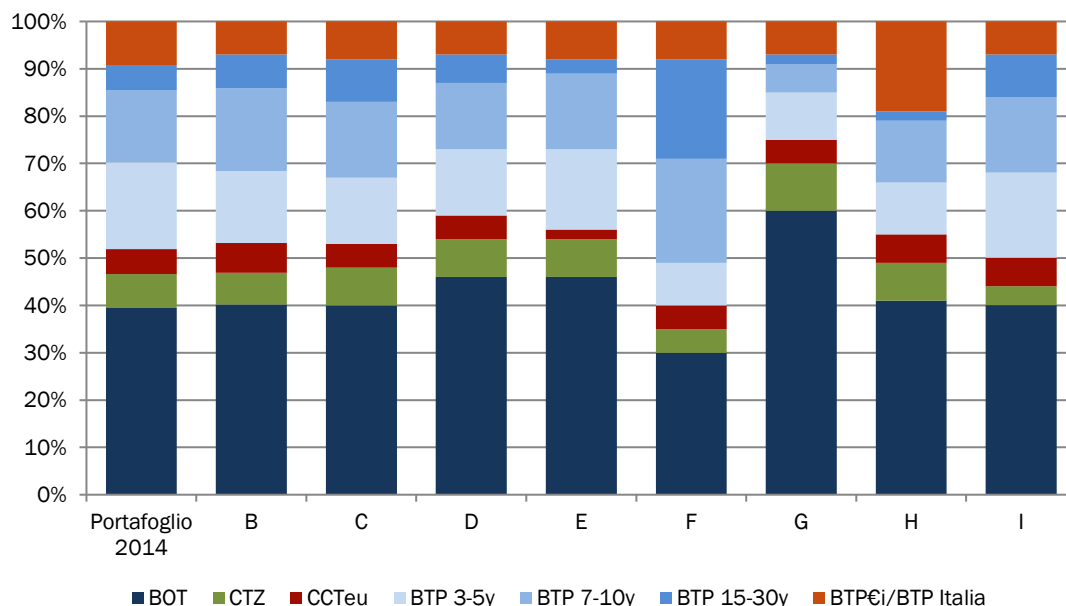
Come condizione preliminare, tutti i portafogli dovevano consentire di finanziare:

- a) le scadenze dei titoli a medio-lungo termine previste per il 2015 (pari a poco meno di 196 miliardi di euro),
- b) i BOT già in circolazione (pari a 125,5 miliardi di euro), insieme con il cosiddetto *roll-over* dei BOT in corso d'anno, ossia le emissioni di BOT necessarie per coprire le scadenze di altrettanti BOT emessi nello stesso anno,
- c) il fabbisogno di cassa del Settore Statale (previsto allora nella misura di circa 70 miliardi di euro¹³),

nonché di generare un sufficiente *buffer* di giacenza delle disponibilità liquide del Tesoro per provvedere a tutte le esigenze della gestione di cassa. Di seguito vengono riportate sinteticamente le caratteristiche dei nove portafogli analizzati:

¹³ Dato sottostante le previsioni di finanza pubblica per il 2015 inserite nella Nota di Aggiornamento al DEF del 2014.

GRAFICO I.3: PORTAFOGLI DI EMISSIONE ANALIZZATI PER L'ANNO 2015



Portafoglio 2014: è la composizione delle emissioni domestiche adottata nel 2014;

Portafoglio B: rispetto al Portafoglio 2014 vede una riduzione del segmento BTP 3-5 anni, un incremento moderato dei segmenti BTP 7-10 anni e BTP 15-30 anni, una riduzione della quota dei titoli indicizzati all'inflazione ed una modesta ascesa dei CCTeu;

Portafoglio C: rispetto al Portafoglio 2014 vede un modesto incremento dei CTZ, una riduzione di CCTeu, indicizzati e BTP 3-5 anni, ed un consistente incremento dei BTP 15-30 anni;

Portafoglio D: rispetto al Portafoglio 2014 vede un incremento moderato dei BOT, una riduzione significativa di BTP 3-5 anni, una modesta riduzione di BTP 7-10 anni e indicizzati, compensato da un analogo incremento dei BTP 15-30 anni;

Portafoglio E: rispetto al Portafoglio 2014 vede un incremento moderato dei BOT e dei CTZ, una secca riduzione di CCTeu e indicizzati, una riduzione dei segmenti BTP 3-5 anni e 7-10 anni a favore dei BTP 15-30 anni;

Portafoglio F: rispetto al Portafoglio 2014 vede una drastica riduzione dei BOT, CTZ e BTP 3-5 anni, un incremento massiccio di BTP 7-10 anni e BTP 15-30 anni e una modesta riduzione degli indicizzati;

Portafoglio G: rispetto al Portafoglio 2014 vede un incremento del 50% di BOT e CTZ, una massiccia riduzione equi-proporzionale di tutto il comparto BTP, una modesta riduzione degli indicizzati;

Portafoglio H: rispetto al Portafoglio 2014 vede un lieve incremento dei CTZ e CCTeu, una riduzione significativa di tutto il comparto BTP in particolare sul segmento 3-5 anni, un raddoppio delle emissioni di indicizzati;

Portafoglio I: rispetto al Portafoglio 2014 vede una secca riduzione dei CTZ, un raddoppio delle emissioni BTP 15-30 anni, una significativa riduzione degli indicizzati.

L'analisi si è basata sull'orizzonte quadriennale 2015-2018. Ai diversi portafogli di emissione sono stati applicati 100 scenari generati dal modello per la curva dei rendimenti italiana, le curve *zero coupon inflation swap*¹⁴ per i titoli indicizzati all'inflazione italiana ed europea e l'euribor semestrale. Sono inoltre stati elaborati tre scenari alternativi per l'inflazione europea ed italiana, di cui uno base coerente con lo scenario Banca Centrale Europea (BCE) in essere a fine 2014, e altri due rispettivamente con un dinamica più lenta e più accelerata di quello base.

La misura di costo utilizzata è stata quella dell'evoluzione della spesa per interessi media mensile nel quadriennio considerato. Quella per il rischio è data dalla deviazione standard di tale costo calcolato sui 100 scenari.

Tra i portafogli esaminati, sono state analizzate le caratteristiche in termini di costo e rischio di quelli che consentivano un incremento della vita media nel 2015. Si è constatato innanzitutto come il portafoglio di emissione seguito nel 2014 fosse risultato efficiente, nel senso che nessuno degli altri considerati avrebbe consentito di ridurre il rischio a parità di costo o viceversa. Analogamente si sono rivelati efficienti anche i portafogli B, C e D. Tuttavia sia quello del 2014 che quelli B e D avrebbero consentito solo un lieve incremento della vita media nel 2015 e non negli anni successivi. Il portafoglio C, invece, oltre ad essere efficiente, avrebbe garantito un incremento stabile, sebbene graduale, della vita media dello stock di titoli di Stato lungo l'intero quadriennio. Le principali caratteristiche del portafoglio C rispetto a quello seguito nel 2014 sono:

- 1) uguale peso delle emissioni BOT;
- 2) un lieve incremento del comparto CTZ ed un ritocco al ribasso dei CCTeu;
- 3) un ridimensionamento del comparto BTP a 3 e 5 anni;
- 4) una sostanziale conferma del comparto BTP a 7 e 10 anni;
- 5) un incremento significativo sul comparto BTP a 15 e 30 anni;
- 6) una riduzione del segmento dei titoli indicizzati all'inflazione (sia italiana che europea).

¹⁴ 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.

Il ruolo delle operazioni in derivati per la gestione del *trade-off* rischio di tasso/costo per il 2015

I derivati di tasso d'interesse sono strumenti di gestione del debito pubblico volti a contenere il rischio di tasso d'interesse, modificando la composizione dei tassi senza cambiare le caratteristiche del debito già collocato presso gli investitori e di nuova emissione¹⁵. Eventuali disallineamenti tra la struttura di portafoglio resa possibile dal mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali possono essere colmati con l'uso dei derivati¹⁶. A differenza dell'attività di emissione dei titoli che nel caso italiano, considerata l'entità del debito, non può che essere gestita con continuità e prevedibilità, al fine di creare un ambiente favorevole nell'interazione con il mercato e con coloro che devono acquistare i titoli che vengono offerti, l'esecuzione delle operazioni in derivati è sganciata da un calendario prestabilito e dipende dalle specifiche esigenze dell'emittente e dalle condizioni di mercato.

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 in una prospettiva di medio-lungo periodo, sulla base delle informazioni disponibili e delle condizioni di mercato.

Nel 2015, in particolare, 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'assoggettamento dei derivati agli obiettivi di gestione del debito inevitabilmente comportava ulteriori vincoli gestionali, poiché non poteva essere ignorato l'impatto di tali regole sul livello dello stock di debito, ancorché non corrispondente ad un effettivo ricorso al mercato, bensì meramente contabile. L'attività in derivati doveva pertanto complementare l'attività di emissione per il raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica nella gestione del debito, contribuendo all'aumento dell'*average refixing period* e della durata finanziaria (*duration*) del debito¹⁷, in base alle condizioni di mercato e tenuto conto dei riflessi contabili per la gestione del debito prodotti dalla normativa europea.

¹⁵ 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.

¹⁶ Un documento redatto congiuntamente da esperti dell'OCSE, del FMI e della Banca Mondiale nel 2008 rilevava la prassi adottata 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*".

¹⁷ 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 VI.9 (Capitolo IV). Questi contratti non rientrano nella gestione del debito e pertanto non sono oggetto del presente Rapporto.

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

Le scelte di emissione dei titoli domestici ed esteri

In coerenza con quanto annunciato nelle Linee Guida 2015, 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 2015 doveva mirare a:

- a. calibrare le emissioni BOT in modo da ottenere uno stock di fine 2015 in linea con quello del 2014, garantendo regolarità alle scadenze a 6 e 12 mesi e mantenendo invece la massima flessibilità per i BOT trimestrali o flessibili, emessi solo in caso di specifiche esigenze di cassa;
- b. modulare il flusso dei collocamenti di CTZ in modo da ottenere un flusso di emissioni nette sul comparto solo moderatamente positivo - considerato il ridotto volume di scadenze - con il fine di ridurre la quota dei CTZ in rapporto al debito;
- c. ridurre le emissioni sul comparto BTP a 3 e 5 anni, sia in termini assoluti che in rapporto al totale delle emissioni rispetto al 2014, sempre salvaguardando la regolarità delle emissioni;
- d. incrementare, compatibilmente con le condizioni della domanda, i volumi emessi sui BTP a 7 e 10 anni, in un contesto di regolarità dei collocamenti;
- e. incrementare i volumi offerti sui BTP a 15 e 30 anni in rapporto al totale delle emissioni rispetto al 2014, sempre tenendo conto delle condizioni della domanda;
- f. mantenere continuità sulle emissioni di CCTeu, riducendo però la loro quota sul debito a fine anno e cercando di privilegiare la scadenza a 7 anni sui nuovi titoli;
- g. calibrare le emissioni di BTP€i in modo da incrementare solo marginalmente la loro quota sul debito a fine anno, tenuto conto che non vi sarebbero state scadenze sul comparto;
- h. proporre il BTP Italia in un unico collocamento con una scadenza anche superiore ai 6 anni, al fine anche di contenere l'esposizione complessiva all'inflazione in un anno privo di scadenze;
- i. valutare la possibilità di tornare ad emettere sul mercato del dollaro; 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

Ai fini del conseguimento degli obiettivi sopra richiamati, 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 2015 si citavano pertanto le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto tra gli strumenti a disposizione del Tesoro e si evidenziava l'ampio ricorso a tali operazioni che aveva caratterizzato il 2014, alla luce dell'elevata concentrazione di scadenze previste negli anni 2015 e 2017. Le Linee Guida non escludevano un frequente ricorso ad operazioni straordinarie anche nel 2015, precisando che esse sarebbero comunque dipese dalle condizioni prevalenti sul mercato secondario e, per le operazioni di riacquisto, anche dal livello delle giacenze del Conto disponibilità e del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Infine, l'apertura di nuovi derivati, tenuto conto dei vincoli oggettivi legati alla regolamentazione di vigilanza prudenziale per le banche in assenza di collateralizzazione, sarebbe stata circoscritta alla copertura tramite *cross currency swap* di eventuali nuove emissioni in valuta. Rimaneva altresì la necessità di monitorare il portafoglio derivati in essere, intervenendo attivamente ove possibile, al fine di contribuire al raggiungimento dell'obiettivo di contenimento del costo del debito con attenzione al profilo di rischio, e tenendo opportunamente conto dei vincoli contabili e di mercato.

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

Il Conto disponibilità per il servizio di Tesoreria

Negli anni recenti, il Tesoro, in collaborazione con la Banca d'Italia, ha adottato una gestione della propria liquidità volta a migliorare la capacità previsionale dei flussi di Tesoreria e delle relative giacenze. Tale gestione - denominata operatività OPTES - va anche incontro alle esigenze della Banca Centrale Europea (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 Tesoreria. 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 dalle 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 2015, in continuità con gli anni precedenti, il Tesoro perseguisse uno specifico obiettivo di "monitoraggio e gestione del Conto disponibilità mirati alla stabilizzazione del saldo".

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 a medio-lungo termine 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 2015

La Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del MEF per il 2015 prevedeva che il monitoraggio e la gestione del Conto disponibilità, mirati alla stabilizzazione del saldo, si basassero 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.

Al riguardo, con riferimento alle operazioni di gestione della liquidità, nelle Linee Guida si anticipava che il Tesoro avrebbe mantenuto la propria costante presenza sul mercato monetario, su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso l'operatività OPTES, che prevede un'attività quotidiana. Si precisava, inoltre, che lo svolgimento delle operazioni consiste prevalentemente in aste o negoziazioni bilaterali di impiego della liquidità, con durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato.

Dal punto di vista regolamentare, il Decreto Cornice faceva riferimento alla gestione della liquidità, rimandando sostanzialmente ai relativi decreti ministeriali del 29 luglio 2011 e del 25 ottobre 2011. Il 2015, però, si è aperto con rilevanti innovazioni sul piano normativo, poiché la relativa Legge di Stabilità (Legge del 23 dicembre 2014, n. 190) ha apportato alcune modifiche al Testo Unico del Debito Pubblico, anche al fine di adeguare l'ordinamento nazionale ai recenti indirizzi della BCE.

Il 5 giugno 2014 infatti, la Banca Centrale Europea aveva annunciato la riduzione dei tassi del corridoio di politica monetaria, fissando tra l'altro per la prima volta quello sui depositi (*deposit facility*) ad un valore negativo, a -0,10%. Questo intervento ha avuto conseguenze importanti per l'intero sistema monetario, anche perché si è accompagnato a disposizioni della stessa BCE che hanno imposto l'applicazione del tasso negativo penalizzante alle giacenze in eccesso detenute presso le banche centrali nazionali dell'Eurozona; tali disposizioni riguardano sia le giacenze delle istituzioni finanziarie sia quelle delle pubbliche amministrazioni. In particolare, le nuove norme hanno stabilito l'applicazione del tasso della *deposit facility* - se negativo - ai depositi governativi che eccedono una soglia predefinita piuttosto contenuta, che per l'Italia è pari allo 0,04% del PIL.

L'abbassamento dei tassi di riferimento e la modifica del regime dei depositi detenuti presso le banche centrali hanno pertanto penalizzato le giacenze del Tesoro in Banca d'Italia, disincentivando tra l'altro la costituzione di depositi vincolati presso la stessa. Dal punto di vista normativo, ciò ha reso necessari

interventi per consentire di analizzare ed individuare il perimetro dei depositi governativi soggetti alle decisioni della BCE, per poi poter adottare soluzioni volte a conseguire una gestione della liquidità unitaria ed efficiente.

In dettaglio, l'intervento normativo introdotto dalla Legge di Stabilità per il 2015 ha interessato gli articoli 2, 3, 5 e 44-52 del TUDP ed ha perseguito principalmente la finalità di adeguare l'ordinamento nazionale alle recenti disposizioni comunitarie, razionalizzando al contempo alcune procedure, per consentire una più agevole movimentazione della liquidità del Tesoro ed un più efficiente utilizzo degli strumenti di gestione del debito pubblico.

Particolarmente rilevante è la disposizione con cui si stabilisce che la gestione e la remunerazione delle giacenze liquide detenute presso la Banca d'Italia debbano conformarsi agli indirizzi della BCE, introducendo la possibilità di applicare un tasso di interesse negativo, in linea con le decisioni di politica monetaria. Al riguardo, la norma ha previsto che il perimetro dei depositi governativi soggetti alle disposizioni di politica monetaria fosse definito con apposito decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, d'intesa con la Banca d'Italia.

Un'altra importante modifica ha riguardato le giacenze del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, interessato dalle citate disposizioni della BCE, poiché esse riguardano la totalità dei depositi governativi e non consentono di discriminare i depositi in funzione delle relative specifiche finalità. Pertanto, la norma ha previsto il trasferimento del Fondo di ammortamento presso la Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., al fine di contenere - per quanto possibile - l'applicazione dei tassi di interesse penalizzanti sulle relative giacenze.

Il 2015 si prospettava dunque come un anno impegnativo, in cui si sarebbe perseguito l'obiettivo di dare attuazione al nuovo contesto normativo, individuando non facili soluzioni operative, che risultassero in linea con gli indirizzi comunitari e al contempo coerenti con le esigenze del MEF e con le condizioni del mercato monetario.

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 2015 è stato caratterizzato da un contesto macroeconomico europeo con basse prospettive di crescita del reddito e dei prezzi, nonostante l'impegno della Banca Centrale Europea a utilizzare tutte le misure a sua disposizione e nuovi strumenti non convenzionali, per far fronte ai rischi legati a un periodo così prolungato di bassa inflazione.

Già durante la conferenza stampa del 4 dicembre 2014, il Consiglio direttivo della BCE, ritenendo insufficienti gli stimoli prodotti dalle disposizioni in atto, aveva comunicato l'intenzione di accelerare la preparazione tecnica di ulteriori misure non convenzionali, che sarebbero state adottate tempestivamente, se necessario. Queste affermazioni avevano lasciato intendere che potesse essere imminente l'avvio di un ampio programma di *Quantitative Easing (QE)*, che includesse acquisti diretti di titoli governativi emessi dagli Stati membri dell'area euro, estendendo il programma di acquisto di attività (*Asset Purchase Programme, APP*) avviato nel 2014¹.

L'atteso ampliamento del programma *APP* è stato reso noto il 22 gennaio 2015, quando il Consiglio direttivo ne ha annunciato l'estensione ammettendo all'acquisto anche i titoli di Stato emessi dai paesi dell'Eurosistema. In tal modo, gli acquisti mensili di titoli dei settori pubblico e privato sarebbero ammontati complessivamente a 60 miliardi di euro al mese. Il nuovo programma, denominato *Public Sector Purchase Programme (PSPP)* e avviato sul mercato secondario dal 9 marzo, sarebbe proseguito fino a settembre 2016 e in ogni caso fino ad apprezzabili miglioramenti sul profilo dell'inflazione. Gli acquisti sarebbero stati svolti sulla base delle quote di capitale della BCE sottoscritte dalle banche centrali dell'area euro e sarebbe stato possibile acquistare fino al 25% di ciascuna emissione di titoli.

¹ Nella riunione del 4 settembre 2014, il Consiglio BCE aveva annunciato l'avvio, da ottobre, di due programmi di acquisto di attività finanziarie: uno relativo ad attivi cartolarizzati di tipo ABS (*asset-backed securities*), in base al quale l'Eurosistema ha la possibilità di acquistare titoli emessi per la cartolarizzazione di crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, e l'altro relativo a obbligazioni garantite ed emesse da istituzioni finanziarie monetarie domiciliate nell'area dell'euro (*covered bonds*).

Tali interventi, anche in aggiunta alle precedenti misure di politica monetaria, hanno in effetti prodotto risultati significativi sui mercati finanziari, contribuendo a spingere ulteriormente al ribasso i principali tassi del mercato monetario e migliorando le condizioni di indebitamento per imprese e famiglie, di cui è stata favorita la domanda di credito.

Inoltre, il 25 marzo e il 24 giugno sono state regolate la terza e la quarta operazione mirate di rifinanziamento a più lungo termine (*Targeted Longer-Term Refinancing Operation, T-LTRO*), finalizzate all'erogazione di credito al settore privato non finanziario. Tali operazioni, annunciate a giugno 2014, consistono nello svolgimento di aste con cadenza trimestrale per due anni, a partire da settembre 2014, e sono volte a migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, agevolando le condizioni di erogazione del credito all'economia reale e facilitando al contempo la ripresa economica ed il conseguimento di livelli di inflazione in linea con gli obiettivi della Banca Centrale Europea².

Nella riunione di inizio settembre, anche sulla scorta di nuovi rischi al ribasso per le prospettive di crescita ed inflazione, sono state ulteriormente ampliate le politiche monetarie accomodanti della Banca Centrale Europea. In particolare, in relazione al programma di acquisto dei titoli di Stato, a sei mesi dall'avvio, la BCE ha annunciato l'incremento dal 25% al 33% del limite massimo acquistabile per singola emissione di titoli pubblici.

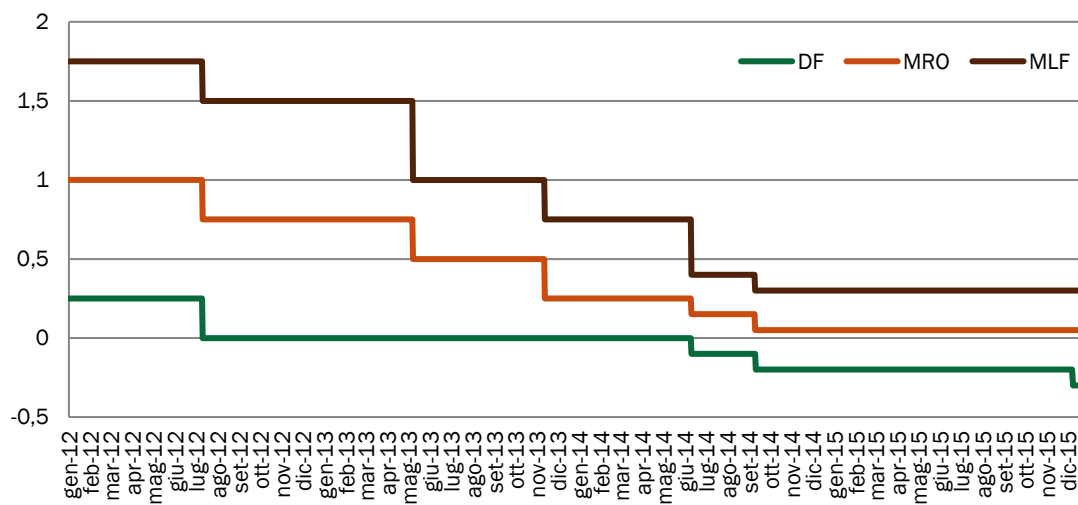
L'insieme di tali interventi ha prodotto un ancora più marcato incremento della liquidità nel sistema bancario, tanto da determinare una ridottissima partecipazione alla quinta operazione *T-LTRO* regolata il 30 settembre.

Le operazioni espansive condotte dalla Banca Centrale Europea durante il 2015 hanno ampiamente favorito l'afflusso di credito al settore privato e una ulteriore moderata flessione verso valori storicamente bassi dei principali tassi di mercato monetario. Ciò ha dimostrato la portata di tali strumenti, che tuttavia non sono pervenuti a risultati soddisfacenti sul lato inflazionistico.

Nella riunione del 3 dicembre, il Consiglio direttivo della BCE è quindi nuovamente intervenuto con diverse disposizioni. In primis è stato rivisto il corridoio dei tassi di politica monetaria mediante la riduzione del tasso sui depositi di 10 punti base e fino a -0,30%. I tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (*main refinancing operations, MRO*) e sulle operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal lending facility, MLF*) sono invece rimasti invariati, rispettivamente allo 0,05% e allo 0,30%.

² Nelle operazioni T-LTRO ciascun operatore ha accesso ad un finanziamento proporzionato all'ammontare dei prestiti già erogati al settore privato non finanziario dell'area dell'euro (con esclusione dei mutui immobiliari per le famiglie) e la liquidità concessa tramite questa tipologia di operazioni può essere restituita dalle controparti dopo 24 mesi e comunque non oltre settembre 2018.

GRAFICO II.1: CORRIDOIO DEI TASSI DI POLITICA MONETARIA DELLA BCE 2012-2015 (tassi percentuali)



Nella stessa riunione di dicembre 2015 è stata estesa di sei mesi, fino a marzo 2017, la durata del programma *PSPP* e sono state incrementate le tipologie di titoli pubblici riacquistabili, includendo gli strumenti di debito negoziabili denominati in euro emessi da Amministrazioni pubbliche regionali e locali dell'Eurosistema. Inoltre, è stato disposto che il capitale rimborsato alla scadenza dei titoli acquistati nell'ambito del programma *APP* venga reinvestito nello stesso progetto, finché necessario.

È stata poi ribadita l'intenzione di continuare a condurre le operazioni di rifinanziamento principali e quelle a più lungo termine con scadenza a tre mesi mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti, finché necessario e almeno sino al termine dell'ultimo periodo di mantenimento delle riserve del 2017.

Infine, nell'ultimo mese dell'anno si è svolta la sesta operazione *T-LTRO*, regolata il 16 dicembre e caratterizzata da una partecipazione molto contenuta, come già avvenuto a settembre.

Il mercato monetario dell'area euro

Come si è visto, il contesto di mercato del 2015 è stato fortemente condizionato dalle decisioni di politica monetaria della Banca Centrale Europea, avviate nel 2014 ed estese in modo significativo durante l'anno successivo.

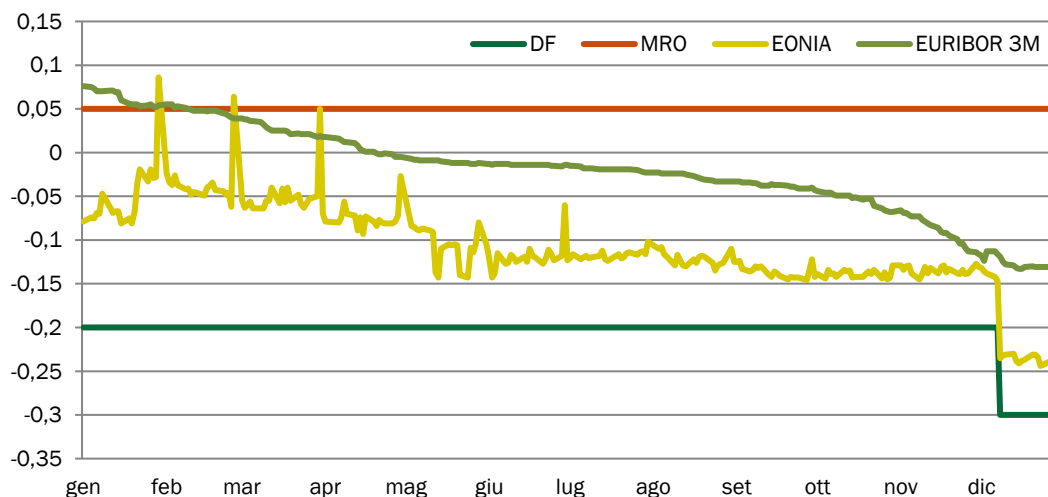
Con le decisioni del giugno 2014, infatti, la BCE aveva disposto il sesto abbassamento consecutivo dei tassi di riferimento, fissando per la prima volta in area negativa il tasso sui depositi a -0,10%. Inoltre, aveva stabilito una penalizzazione dei depositi governativi detenuti presso le banche centrali nazionali, assoggettandoli, per la quota superiore allo 0,04% del PIL, alla *deposit facility* quando negativa. Un'analoga penalizzazione era stata introdotta per le istituzioni finanziarie che detengano una liquidità superiore a quella prevista come riserva obbligatoria.

Questi e gli altri numerosi interventi posti in essere durante il 2014 avevano già determinato una forte riduzione dei tassi di interesse e generato un'ingente iniezione di liquidità sul mercato monetario, provocando un deciso calo della domanda di risorse.

Come si è detto, durante il 2015, sebbene il tasso di riferimento per l'Eurosistema (*MRO*) e di rifinanziamento marginale (*MLF*) siano rimasti invariati rispettivamente a 0,05% e a 0,30%, quello della *deposit facility* (*DF*) nel dicembre 2015 è stato ridotto di ulteriori 10 p.b., da -0,20% a -0,30%. Con tale disposizione la BCE ha dunque allargato verso il basso il corridoio dei tassi di politica monetaria: pur mantenendo invariato e in territorio positivo il costo per prendere a prestito la liquidità nel sistema, è stato incrementato il tasso penalizzante applicato dalla banca centrale a chi deposita le giacenze in eccesso presso di essa. Tali disposizioni cercano dunque di incidere sull'offerta di credito verso il sistema economico e di promuovere un più efficiente funzionamento del mercato interbancario della liquidità.

Per quanto riguarda i tassi del mercato monetario, nel corso del 2015 si è assistito ad una continua discesa, che ha portato i rendimenti stabilmente in territorio negativo. Tale andamento è sintetizzato nel successivo Grafico II.2 dal tasso *EURIBOR* (*EURO Inter Bank Offered Rate*) a 3 mesi, che all'inizio dell'anno assumeva ancora valori positivi, anche se prossimi allo zero, e si è gradualmente ridotto raggiungendo livelli sempre più negativi.

GRAFICO II.2: ANDAMENTO DEI TASSI OVERNIGHT SUL MERCATO MONETARIO E ALLE ASTE OPTES NEL 2015 (tassi percentuali)



Il taglio della *DF*, operato dalla BCE a dicembre, si è riflesso immediatamente sulla variazione del tasso *EONIA* (*Euro OverNight Index Average*), riferimento del mercato monetario sulla scadenza a brevissimo termine. Tale circostanza è facilmente visibile nel grafico precedente, che mostra la contestuale riduzione dei due tassi a fine anno. Inoltre, analizzando l'andamento del tasso *EONIA* nel 2015, si nota come esso si sia sempre più avvicinato al livello della *DF*, discostandosi gradualmente dal tasso *MRO*; ciò è considerato un evidente sintomo dell'eccesso di liquidità disponibile nel sistema monetario.

II.2 I MERCATI OBBLIGAZIONARI DELL'AREA EURO

Durante lo scorcio finale del 2014 gli indicatori macroeconomici, sia consuntivi che anticipatori, non hanno fatto presagire chiari segnali di consolidamento dell'economia europea sia in termini di crescita reale che di inflazione, con quest'ultima ancora lontana dal *target* della Banca Centrale Europea, confermando quanto emerso come trend complessivo del resto dell'anno. Questo contesto macroeconomico ha favorito la discesa dei tassi dei titoli governativi europei che si è distribuita in modo abbastanza generalizzato su tutto lo spettro della curva dei rendimenti, partendo dalle scadenze a brevissimo termine fino a quelle più lunghe come quella trentennale.

A guidare l'andamento dei tassi dei titoli governativi, sia nei mesi finali del 2014 che all'inizio del 2015, sono state prevalentemente le attese - poi confermate - di un intervento di tipo straordinario da parte della BCE finalizzato a riportare le aspettative di inflazione su livelli coerenti con il suo obiettivo. Il 7 gennaio, dopo la pubblicazione da parte dell'Eurostat dell'*HICP*³ di dicembre al livello di -0,2% su base annuale e la discesa del prezzo del petrolio verso i 50 dollari al barile, le aspettative degli operatori di mercato circa un'imminente ulteriore mossa della BCE è diventata largamente predominante. Tuttavia, questa volta le attese dei mercati si sono rivolte non tanto verso interventi di politica monetaria tradizionale, concernenti i tassi o gli aggregati monetari, ma piuttosto verso l'utilizzo di strumenti non convenzionali quali il *Quantitative Easing*. Gli effetti di tali aspettative sui livelli dei tassi assoluti e sulla pendenza delle curve governative europee sono risultati sempre più evidenti. Gli operatori, infatti, anticipando l'intervento della BCE - poi confermato nelle decisioni del *Governing Council* comunicate durante la conferenza stampa del 22 gennaio - hanno iniziato ad anticipare l'azione della BCE accumulando massicce posizioni in acquisto sulla gran parte dei titoli di Stato emessi da Paesi dell'euro area, soprattutto quelli che offrivano un più alto livello di rendimento. Pertanto, da gennaio alla prima decade di marzo 2015, i tassi assoluti sulla scadenza decennale di Paesi come Italia e Spagna si sono ridotti di oltre mezzo punto percentuale, mentre quelli dei Paesi quali Germania e Francia sono scesi di circa un quarto di punto percentuale.

Nella citata riunione di gennaio della BCE sono stati comunicati tutti i dettagli del *QE* sotto la denominazione di *Public Sector Purchase Programme* (si veda il successivo Focus di approfondimento). A seguito dell'avvio operativo del programma a marzo, la tendenza al ribasso dei tassi è proseguita, sebbene con un'intensità maggiore per i Paesi cosiddetti *core*, quali Germania e Francia, che ha portato quindi ad un progressivo indebolimento del trend di riduzione del differenziale di tasso tra i titoli dei citati Paesi *core* e quelli dei Paesi *non core* come Italia e Spagna. A metà marzo, infatti, lo *spread* Italia-Germania sulla scadenza decennale ha raggiunto un livello minimo intorno ai 90 punti base, dopo essere partito da un livello intorno ai 140 punti base a inizio gennaio.

³ *HICP* è l'acronimo per *Harmonized Index of Consumer Prices*, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'area euro.

FOCUS

Dettagli sull'attuazione del *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*

Il 22 gennaio 2015 il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha annunciato un programma di acquisto di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali e agenzie pubbliche dei Paesi dell'Area dell'Euro, nonché di istituzioni sovranazionali europee, denominato *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*. I titoli di Stato sono quindi entrati a far parte del novero degli asset acquistati dall'Eurosistema – insieme alle ABS e alle obbligazioni bancarie garantite – al fine di sostenere le aspettative di inflazione e, più in generale, stimolare l'attività economica attraverso il rafforzamento della fiducia di imprese e consumatori.

Nell'attuazione del PSPP, l'Eurosistema si è proposto di condurre gli acquisti in modo graduale e con un'ampia base di strumenti, con l'obiettivo di raggiungere la neutralità rispetto al mercato e di evitare di interferire con il meccanismo di formazione dei prezzi. Nella decisione di gennaio 2015, la BCE ha annunciato un periodo di intervento almeno fino al settembre 2016 e in ogni caso finché il Consiglio Direttivo della BCE non avesse riscontrato un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione, coerente con il proprio obiettivo di conseguire tassi di inflazione su livelli inferiori ma prossimi al 2 per cento nel medio termine. La dimensione complessiva del programma di acquisto di titoli pubblici e privati (ABS e obbligazioni bancarie garantite) ammontava a 60 miliardi di euro al mese.

Nel corso del 2015, gli acquisti rientranti nel PSPP sono stati ripartiti tra le banche centrali nazionali (BCN) in base alle rispettive quote di partecipazione al capitale della BCE (*capital keys*)⁴. Una parte degli acquisti, pari all'8 per cento del totale, è stata eseguita dalla BCE stessa; un ulteriore 12 per cento è stato effettuato dalle BCN avendo esclusivamente a oggetto i titoli di alcune istituzioni sovranazionali europee. Su queste due quote, pari al 20 per cento degli acquisti oggetto del PSPP, vale il regime di condivisione dei rischi (*“loss sharing”*). Sul restante 80 per cento l'assunzione del rischio rimane in capo alle singole BCN. Tale quota comprende le obbligazioni pubbliche nazionali acquistate da ciascuna BCN in base a un criterio di specializzazione, che prevede che ciascuna BCN sia l'acquirente dei titoli emessi dal proprio governo nazionale.

Gli acquisti nell'ambito del PSPP nel 2015 hanno riguardato obbligazioni con vita residua compresa tra 2 e 30 anni; nel programma sono stati inclusi anche i titoli di Stato indicizzati all'inflazione e a cedola variabile (quindi nel caso italiano anche i BTP€i, i BTP Italia ed i CCTeu). Sono state ammesse al programma PSPP le attività il cui rendimento, al momento dell'acquisto sul mercato secondario, fosse superiore al tasso sui depositi *overnight* presso l'Eurosistema. Infine, ulteriori limitazioni agli acquisti sono state introdotte per non distorcere il processo di formazione dei prezzi di mercato ed evitare possibili ostacoli all'eventuale applicazione di clausole d'azione collettiva (*Collective Action Clauses, CAC*). In particolare, gli acquisti hanno rispettato la soglia del 33 per cento del valore della singola emissione⁵ e quella del 33 per cento del debito emesso da ciascun governo nazionale e agenzia pubblica dell'area dell'euro o da istituzioni europee. Il rispetto di entrambe le soglie è stato valutato tenendo conto delle consistenze complessive detenute dall'Eurosistema anche per finalità differenti da quelle di politica monetaria, inclusi i titoli detenuti nei portafogli d'investimento delle BCN. Inoltre, al fine di preservare la liquidità e funzionalità dei mercati, i titoli detenuti dall'Euro-sistema a seguito degli acquisti sono stati resi disponibili dalle BCN agli intermediari finanziari attraverso operazioni di prestito titoli.

A partire dal 9 marzo 2015, la Banca d'Italia, per conto dell'Eurosistema, ha avviato il programma di acquisti di titoli di Stato italiani. Gli acquisti sono stati effettuati sul mercato secondario attraverso i principali *dealer* nazionali e internazionali.

⁴ Per l'Italia tale quota è pari a circa il 17,5 per cento.

⁵ Soglia innalzata dal 25 per cento al 33 per cento con decisione del 3 settembre 2015.

Dal 9 marzo 2015 fino a fine anno, la Banca d'Italia ha acquistato circa 62 miliardi di euro di titoli, per un controvalore di poco superiore ai 71 miliardi di euro a causa dei prezzi dei titoli che in larga parte sono stati sopra la pari. L'attività di acquisto nel corso del 2015 è stata molto costante (poco oltre i 300 milioni acquistati in media al giorno) e distribuita in modo coerente rispetto all'attuale struttura del debito per vita residua. Pertanto gli acquisti sono stati condotti in modo neutrale rispetto alla politica di gestione del debito, senza influire eccessivamente su alcune scadenze o segmenti di curva. A fine 2015, la durata residua media del portafoglio PSPP composto dai titoli di Stato italiani è stata pari a 9,3 anni (per il complesso dei titoli pubblici acquistati dall'Eurosistema è stata pari a 8 anni).

A partire dal 2 aprile 2015, è stata introdotta la possibilità che i titoli acquistati nell'ambito del PSPP siano oggetto di *securities lending*, per evitare fenomeni ricorsivi di mancato regolamento e per contrastare episodi distorsivi sul mercato. Il servizio di *securities lending*, effettuato su base decentrata da ciascuna banca centrale nazionale dell'Eurosistema, è svolto dalla Banca d'Italia⁶ tramite il depositario internazionale *Clearstream* e comprende l'attività di *fail coverage* a supporto del regolamento e il prestito titoli strategico di mercato. Tali transazioni vengono effettuate in modo da essere neutrali sotto il profilo della liquidità esistente nel sistema (*cash neutral*): le operazioni a pronti garantite da collaterale sono compensate da operazioni complementari a termine aventi stessa data di valuta e, in linea di principio, stessa controparte.

Dal punto di vista dell'impatto sul funzionamento di mercato, dalle analisi svolte e dai riscontri avuti dai partecipanti al mercato, gli acquisti di titoli di Stato italiani nell'ambito del PSPP non sembrano aver avuto conseguenze particolarmente significative durante il 2015. Le dinamiche di mercato hanno continuato a produrre i propri effetti e non si è registrato un cambiamento strutturale del modo di operare degli operatori. Nonostante la presenza continua in acquisto della banca centrale, non si sono registrate particolari tensioni sul complesso dei titoli in circolazione con connessi problemi di mancanza di disponibilità dei titoli nei giorni di consegna (*settlement*) degli stessi. In questo contesto, il mercato *repo* (il mercato pronti contro termine collateralizzato con i titoli di Stato) ha svolto in modo adeguato la propria funzione essenziale di garantire il buon esito delle contrattazioni sul mercato a pronti. Anche la quotazione dei titoli sul mercato a pronti è stata piuttosto regolare e non sembra aver risentito dell'attività di acquisto della banca centrale.

I riscontri avuti dagli operatori hanno complessivamente confermato che il programma di acquisti della banca centrale non ha alterato la liquidità e lo svolgimento delle negoziazioni dei titoli di Stato italiani.

Lo scenario a fine aprile tuttavia è mutato radicalmente. Dopo mesi di accumulo di posizioni sui titoli di numerosi Paesi dell'area euro, diversi grandi operatori di mercato hanno iniziato a porre in essere strategie di realizzo. Ciò è avvenuto nell'ambito di un contesto che si caratterizzava per un grado di liquidità comunque strutturalmente inferiore rispetto a quello degli anni precedenti la crisi finanziaria iniziata nel 2007-2008, dando luogo a un brusco movimento al rialzo dei rendimenti dei titoli di tutti i Paesi europei. A partire dal 28 aprile, in poco meno di una settimana i rendimenti decennali tedesco e francese sono saliti di oltre 40 punti base (0,40%) e quello italiano di circa 35 punti base. In singoli giorni, il movimento è arrivato a toccare i 20 punti base, pur in assenza di notizie specifiche tali da poter determinare tali dinamiche di mercato.

⁶ Tale servizio è stato reso operativo dall'11 maggio 2015.

La descritta volatilità ha innescato un ampio dibattito tra gli analisti e gli operatori di settore sul tema della liquidità del mercato secondario dei titoli governativi, riportando alla ribalta alcune considerazioni che erano già emerse nel corso di alcune vicende di mercato del 2014⁷. Ci si è nuovamente interrogati circa le cause sottostanti la riduzione strutturale della liquidità del mercato, a cui si è continuato a dare due tipi di risposte prevalenti: da un lato la ridotta capacità di *dealer* e *marker maker* di assorbire shock che si manifestano attraverso ingenti flussi di acquisto o vendita direzionali, da ricondurre prevalentemente al forte processo di *deleveraging* cui molte banche si sono sottoposte dopo la crisi e al riassetto del quadro regolamentare per banche e intermediari finanziari, a livello sia globale sia europeo; dall'altro gli spontanei processi di aggregazione nell'industria dell'*asset management*, che hanno dato luogo ad un'accentuata concentrazione delle posizioni sui titoli tra pochi grandi fondi di investimento.

Nel primo caso le nuove regole hanno determinato una revisione del modello di *business* per molte banche di investimento, in considerazione dell'accresciuto costo del capitale e di una serie di nuovi criteri con cui allocare lo stesso capitale tra le diverse aree operative; nel secondo caso, il più alto grado di concentrazione nell'*asset management* ha determinato le condizioni non solo per avere grandi masse di liquidità gestite da pochi soggetti, ma ha anche incentivato il cosiddetto fenomeno di *herding*, in base al quale le scelte di investimento di un numero elevato di investitori di dimensioni più ridotte risultano sempre più guidate da pochi grandi investitori, determinando una significativa uniformazione delle visioni di mercato verso quelle degli operatori prevalenti. Da ciò deriva che le fluttuazioni di mercato tendono ad essere sempre più repentine ed ampie, in quanto il mercato non riesce a trovare una base solida di controparti caratterizzate da scelte di investimento diversificate e quindi anche contrarie. La forte inversione del mercato a fine aprile è proseguita nei mesi di maggio e giugno, aiutata dalla concomitante discussione tra l'Eurogruppo ed il governo greco circa l'aggiornamento del piano di salvataggio e i relativi rischi di rottura, che avrebbero potuto portare la Grecia a non rimborsare i titoli in scadenza entrando tecnicamente in *default* con tutti i rischi connessi, non ultimo la stessa uscita del Paese dall'area dell'euro. La vicenda ha conosciuto un'ulteriore drammatizzazione nel momento in cui, nel mese di giugno, la Grecia ha deciso di indire un referendum popolare circa la scelta di aderire al piano di salvataggio proposto dall'Eurogruppo. Sebbene l'esito del referendum sia stato sfavorevole, nei giorni immediatamente successivi il governo greco e l'Eurogruppo sono comunque riusciti a portare a termine un accordo, aggiornando il piano di salvataggio. Un recupero di ottimismo sui mercati ha consentito una discesa dei tassi, permettendo anche che lo *spread* tra Italia e Germania sulla scadenza decennale tornasse a ridursi, dopo il picco di 210 punti base toccato al culmine di questa ulteriore crisi greca.

⁷ Si veda a tal proposito il cap. IV del Rapporto Annuale sul Debito dello scorso anno.

Questa nuova fase di ottimismo ha avuto però vita breve, visto che l'economia internazionale era intanto tornata ad essere elemento di principale preoccupazione con, da un lato, segnali sempre più concreti di un rallentamento dell'economia cinese e i risultanti effetti sui Paesi emergenti - la cui economia è particolarmente legata all'esportazione di materie prime - e, dall'altro, la continua discesa del prezzo del petrolio, dovuta sia a motivi geopolitici che alla stessa percezione di un rallentamento dell'economia globale. In questo contesto, l'andamento dei tassi dei titoli governativi nei mesi estivi ha avuto un andamento privo di direzionalità, oscillando all'interno di bande di variazione piuttosto ampie, dovute anche alla scarsa liquidità tipica di questo periodo dell'anno.

Il mese di settembre si è aperto invece con un'intonazione abbastanza positiva, dopo il *meeting* del 3 settembre della BCE nel quale è stato innalzato, all'interno del programma di acquisto di titoli pubblici, il limite degli acquisti per singolo titolo dal 25% al 33% del volume nominale in circolazione. Questo intervento, insieme ad altri segnali lanciati durante la successiva conferenza stampa, hanno indotto gli operatori a scontare ulteriori azioni della BCE qualora le misure intraprese non si fossero mostrate efficaci nel ristabilire un processo stabile di ritorno verso livelli di inflazione vicini al 2%. Ulteriore scossa positiva per la *performance* del mercato obbligazionario - sempre più guidato dalle attese e dagli esiti delle riunioni delle varie banche centrali - si è avuto a seguito del *meeting* del 22 ottobre della BCE, in cui sono stati sottolineati una molteplicità di rischi: crescita molto al di sotto del potenziale; calo del prezzo del petrolio; apprezzamento del tasso di cambio nominale effettivo ed eccessiva correlazione tra la dinamica dei prezzi al consumo nel breve termine e le aspettative di lungo periodo. Di conseguenza, si è nuovamente consolidata presso gli investitori istituzionali l'attesa di un tempestivo intervento dell'istituto centrale qualora tali rischi fossero emersi con maggior evidenza. L'andamento dei tassi ha ripreso quindi un trend ribassista per tutte le curve governative dell'area euro e su tutti i punti della curva dei rendimenti. Questa tendenza ha consentito al Tesoro di finanziarsi per la prima volta a tassi negativi: il 28 ottobre 2015 viene collocato in asta un BOT sulla scadenza semestrale ad un tasso dello -0,05%.

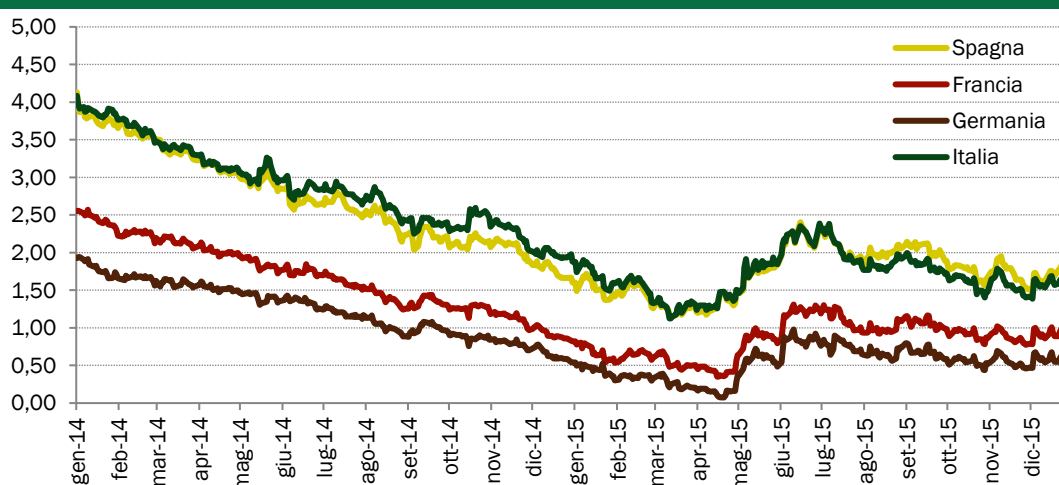
La parte finale del 2015 ha visto di nuovo un mutamento degli umori degli operatori. Sebbene le aspettative circa future mosse della BCE abbiano continuato a giocare un deciso ruolo di stabilizzazione dei mercati, la discesa dei rendimenti si è sostanzialmente arrestata in tutti i Paesi europei. A guidare questo fenomeno sono state le aspettative di un rialzo dei tassi da parte della FED statunitense - poi rinviato - e fattori geopolitici di incertezza, legati prima alle attese e poi all'esito delle consultazioni elettorali, a ottobre in Portogallo e a dicembre in Spagna. In tale contesto, il peggioramento dei tassi sui mercati *core* e periferici è risultato comunque limitato grazie ai segnali di apertura della BCE già menzionati.

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

L'evoluzione della curva dei rendimenti

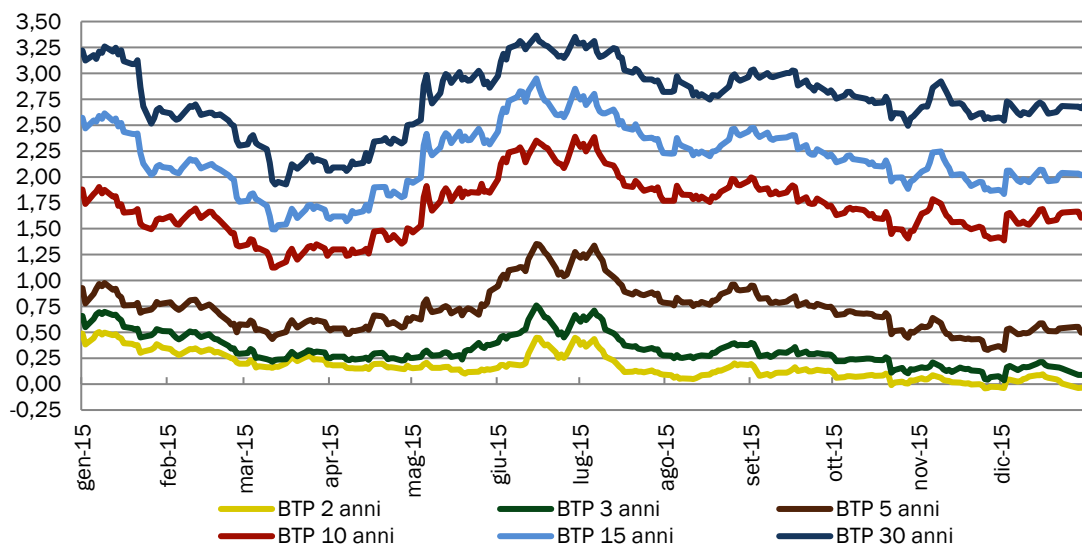
Nel complesso del 2015, la dinamica dei tassi di rendimento dei titoli di Stato italiani (Grafico II.3) ha mostrato una evoluzione in larga parte assimilabile a quella mostrata in generale dai titoli di Stato degli altri emittenti europei. Gli eventi macroeconomici e le politiche monetarie intraprese hanno avuto effetti alquanto omogenei su tutta l'area dell'euro, come ampiamente descritto nel paragrafo precedente.

GRAFICO II.3: EVOLUZIONE DELLA CURVA DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO EUROPEI – SCADENZA 10 ANNI (tassi percentuali)

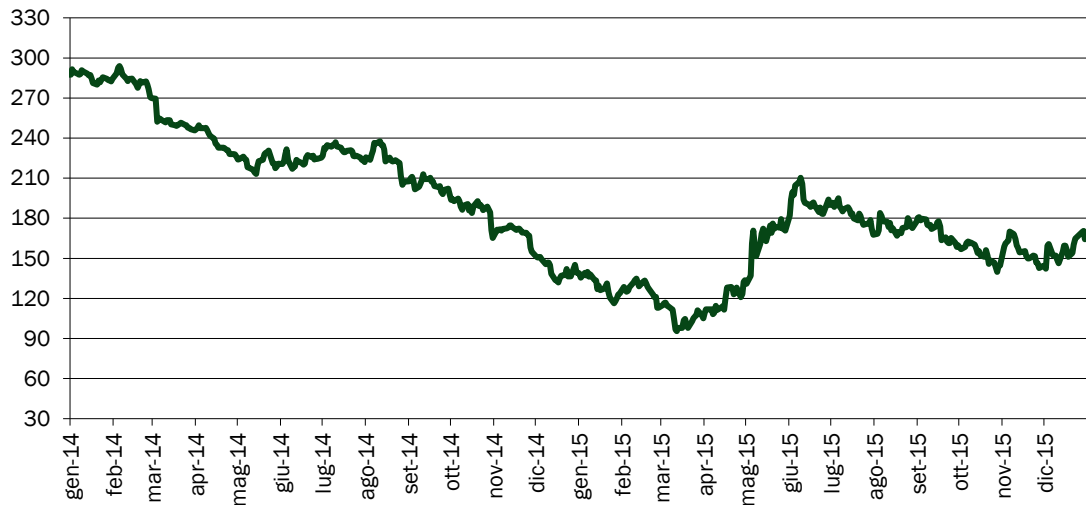


Durante il 2015 le escursioni dei rendimenti sull'area decennale sono state alquanto evidenti. Nel mese di marzo si è toccato il minimo all'1,12% per poi raggiungere nel mese di giugno il massimo dell'anno al 2,38%. Tuttavia, nel confronto tra i livelli di rendimento di inizio e fine anno, i tassi sono rimasti pressoché invariati o lievemente diminuiti passando dall'1,73% all'1,63%.

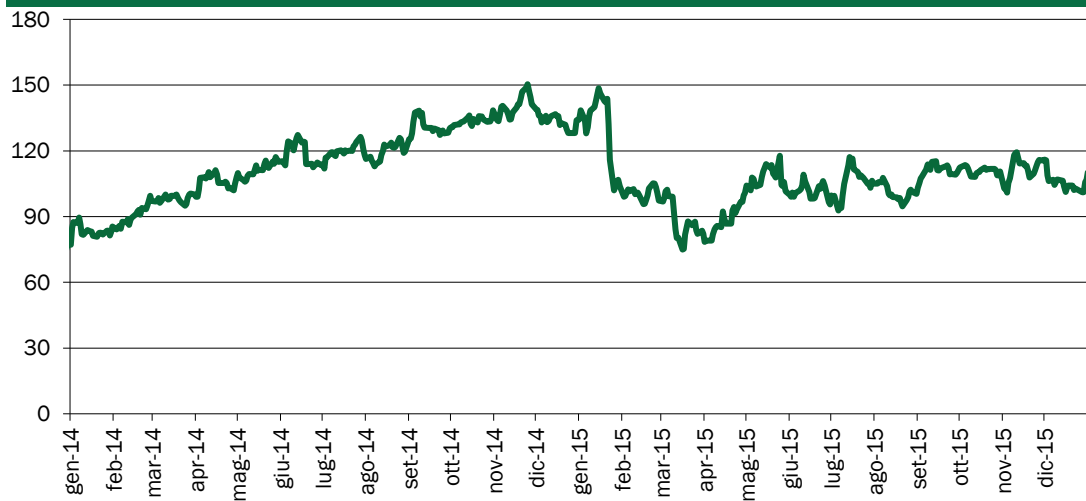
GRAFICO II.4: TASSI DI MERCATO SUI TITOLI DI STATO - 2-3-5-10-15-30 ANNI (tassi percentuali)



Sugli strumenti più a breve termine, oltre ai BOT che nel mercato secondario avevano mostrato rendimenti negativi già nel corso del 2014, anche per i titoli con vita residua fino a due anni si è entrati per la prima volta in territorio di tassi negativi. Più in generale va osservato come tutto il segmento della curva nominale dei rendimenti fino all'area 5 anni abbia mostrato una forza relativa maggiore rispetto all'area decennale, con un'evoluzione dei tassi marcatamente meno volatile e un trend di lungo periodo di riduzione più netta, passando, ad esempio sull'area quinquennale, dallo 0,93% di inizio anno a quasi lo 0,55% di fine anno. Pertanto, dopo il primo trimestre del 2015, in cui le forze di mercato hanno privilegiato maggiormente il punto decennale, le tensioni che sono emerse sul piano macroeconomico e geopolitico - soprattutto per l'iniziale mancato accordo sul programma di aiuti per la Grecia - hanno penalizzato la parte intermedia della curva. D'altra parte, se si guarda alla pendenza della struttura a termine dei tassi italiani su tutto il tratto 2-10 anni, si nota come questa sia aumentata, passando dai 97 punti base - minimo di metà marzo - fino ai circa 160 punti base di fine anno (Grafico II.5): l'azione della BCE, sia attraverso il *PSPP* sia attraverso la leva della riduzione dei tassi sui depositi, ha evidentemente consentito una sorta di forte ancoraggio di tutti i tassi del mercato monetario, che hanno inevitabilmente guidato in misura relativamente più accentuata i tassi governativi dell'area a breve termine.

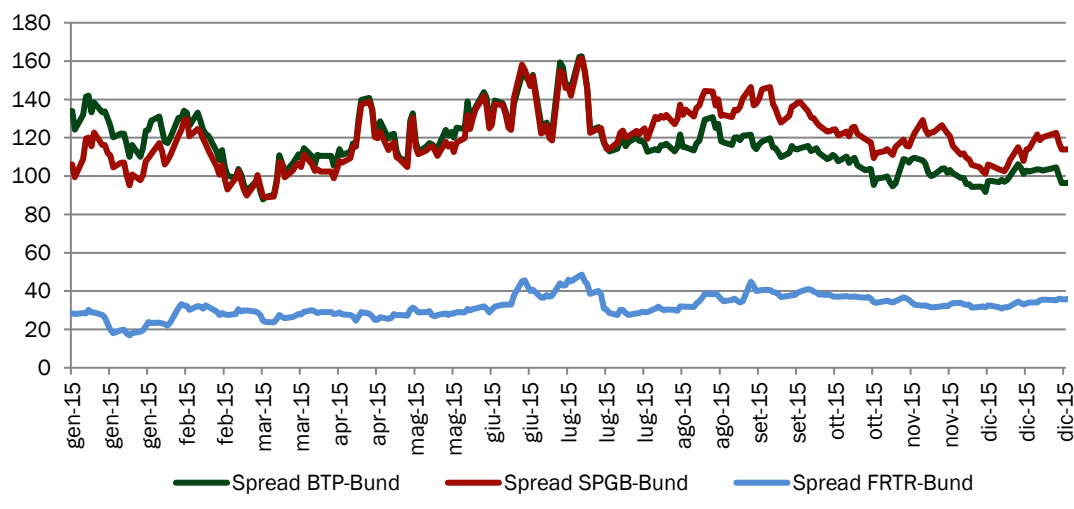
GRAFICO II.5: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 10 ANNI VS 2 ANNI (punti base)

Un altro elemento di rilievo durante il 2015 è stato il comportamento del tratto a lungo termine della curva dei rendimenti italiani, grazie anche all'inclusione dei titoli fino alla scadenza trentennale nel programma *PSPP*. Il punto con scadenza a 30 anni infatti è passato dal 3,20% circa di inizio anno al 2,70% di fine anno. Pertanto la pendenza della curva nel tratto 10-30 anni si è ridotta di circa 40 punti base raggiungendo un livello di circa 110 punti base (Grafico II.6). Questo aspetto ha rivestito un ruolo molto rilevante per l'Italia che storicamente su quel segmento - area 15 e 30 anni - tende a sostenere un extra-costo decisamente maggiore di molti altri emittenti europei: nella misura in cui questo aggravio si è ridimensionato, si sono aperti spazi per poter perseguire una politica di emissione volta all'allungamento della vita media del debito a condizioni di maggiore convenienza.

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

Anche l'andamento degli *spread* dei titoli di Stato italiani rispetto a quelli tedeschi (Grafico II.7) ha mostrato un profilo non dissimile da quello dei tassi di rendimento assoluti, con una compressione nel primo trimestre, un allargamento fino alla metà dell'anno e poi, con la risoluzione della trattativa tra UE e Grecia e le successive decisioni della BCE, una graduale discesa per attestarsi intorno ai 100 punti base negli ultimi mesi dell'anno.

GRAFICO II.7: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND - BENCHMARK 10 ANNI (punti base)



Il miglioramento della percezione del rischio di credito dell'Italia è stato misurato anche dal restringimento dei differenziali in *asset swap*⁸ dei titoli di Stato, che misura lo *spread* di credito dei titoli italiani contro un tasso monetario come può essere l'Euribor 6 mesi. Rispetto a fine dicembre 2014, tale differenziale è passato da +44 p.b. a +6 p.b. per il BTP a 3 anni, da +109 p.b. a +63 p.b. per il BTP a 10 p.b. e da +207 p.b. a +115 p.b. per quello a 30 anni.

Se, come ampiamente discusso, questa performance del debito italiano relativamente ai Paesi a più elevato merito di credito e al mercato monetario si deve in larga parte agli interventi della BCE, non va nondimeno trascurato il ruolo svolto dal miglioramento del quadro di finanza pubblica che, come rendicontato nel successivo Capitolo III, nel 2015 ha visto, da un lato, un livello di deficit stabilmente sotto il 3 per cento del PIL e, dall'altro, un livello del rapporto debito/PIL che, dopo diversi anni di salita, si è finalmente stabilizzato. Questi risultati hanno consentito di confermare il miglioramento strutturale dei conti pubblici anche a fronte del ritorno ad una crescita reale positiva e quindi in definitiva a migliorare la percezione della qualità dell'Italia come debitore presso gli investitori nel suo debito pubblico.

⁸ Per *asset swap* di un titolo obbligazionario si intende lo *spread* da aggiungere all'euribor a 6 mesi per ottenere una striscia di cashflow futuri variabili indicizzati all'euribor a 6 mesi il cui valore attuale è uguale a quello del titolo di partenza.

L'andamento del mercato secondario

Premessa generale

Il mercato secondario dei titoli di Stato nel 2015 ha ovviamente risentito dei molteplici eventi che lo hanno caratterizzato, ma ha anche continuato a fornire evidenze interessanti circa alcune tendenze strutturali in parte già menzionate nel Rapporto sul Debito Pubblico relativo al 2014 e nella Sezione II.3 di questo capitolo, quando si è fatto riferimento alle nuove norme di regolamentazione e supervisione in campo bancario e finanziario e alla ristrutturazione dell'industria dell'*asset management*. Il 2015 ha portato, però, un elemento di novità largamente predominante nel corso dell'anno, ossia la presenza continua in acquisto della BCE, sia con la sua entità centrale che attraverso le banche centrali nazionali⁹.

La presenza della BCE come nuova importante controparte presente sul mercato - ed il cui comportamento si è caratterizzato per modalità di acquisto regolari, sufficientemente trasparenti ed estese a tutto il profilo di scadenze della curva governativa - dai 2 anni fino al punto trentennale - ha permesso ai *market maker* di poter svolgere il loro ruolo di *dealer* posto tra emittente e investitore finale sostenendo in misura più contenuta il relativo rischio di detenere posizioni lunghe in titoli. E' stata quindi agevolata l'attività di questi operatori, favorendo di conseguenza la liquidità del mercato secondario.

D'altra parte avere una controparte che opera solo da un lato del mercato per volumi rilevanti, acquistando porzioni significative del circolante di ogni titolo poteva rappresentare un concreto rischio di riduzione della liquidità. Questo nel caso del mercato dei titoli di Stato italiani per tutto il 2015 non è accaduto, vista anche la numerosità dei titoli che compongono il debito e il circolante medio di ciascuno di essi¹⁰.

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

La piattaforma regolamentata MTS Italia, dove 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 mercato.

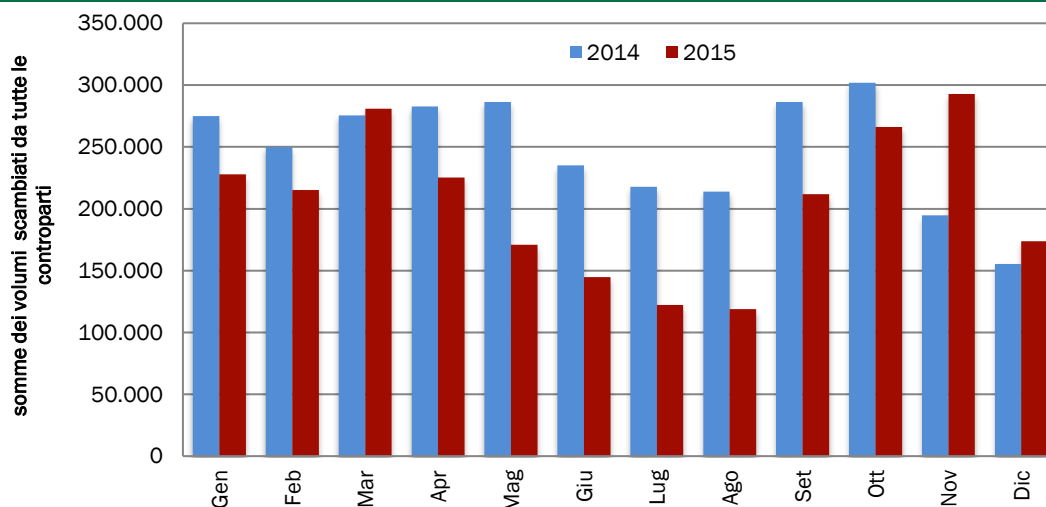
Il segmento a pronti

Rispetto al 2014, i volumi negoziati sulla piattaforma nel 2015 hanno registrato un sensibile calo, particolarmente pronunciato nel secondo e terzo trimestre, salvo recuperi parziali negli ultimi mesi dell'anno (Grafico II.8).

⁹ Si rimanda al Focus di approfondimento all'inizio di questo capitolo.

¹⁰ Va anche aggiunto che nel mese di maggio la Banca d'Italia ha istituito un meccanismo di prestito titoli mediante il quale può appunto prestare al mercato i titoli che ha in portafoglio per via degli acquisti che esegue nell'ambito del programma *PSPP* (si veda il Focus di approfondimento all'inizio di questo capitolo). Tale meccanismo è stato posto in essere attraverso il depositario centrale Clearstream.

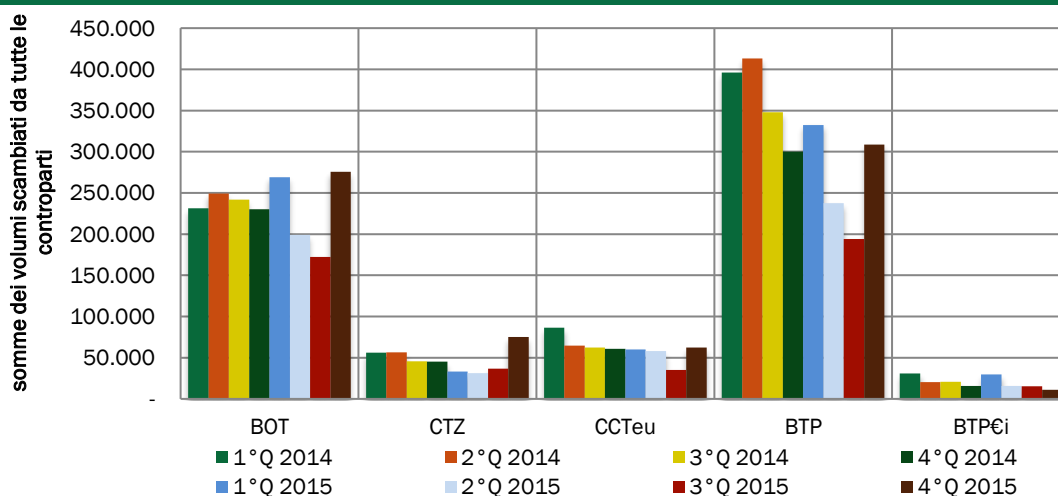
GRAFICO II.8: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS (milioni di euro)



Nell'ambito dei vari comparti (Graf. II.9), l'unico segmento che ha mostrato una certa resilienza è stato quello dei BOT - con un decremento su base annua di solo il 4% circa. Il settore invece che ha maggiormente risentito dalla riduzione delle negoziazioni è quello dei BTP nominali, che ha scontato una diminuzione annua di oltre il 25%. Riduzioni intermedie si sono verificate anche su tutti gli altri comparti - CCTeu, CTZ e BTP€i - sebbene su variazioni percentuali annue più vicine a quelle dei BTP piuttosto che dei BOT. L'andamento infra-annuale dei vari segmenti ricalca l'andamento complessivo, con cali molto pronunciati nel secondo e terzo trimestre ed un recupero significativo nell'ultimo trimestre, particolarmente su BOT e CTZ, che hanno fatto registrare volumi anche superiori a quelli dell'ultimo trimestre del 2014.

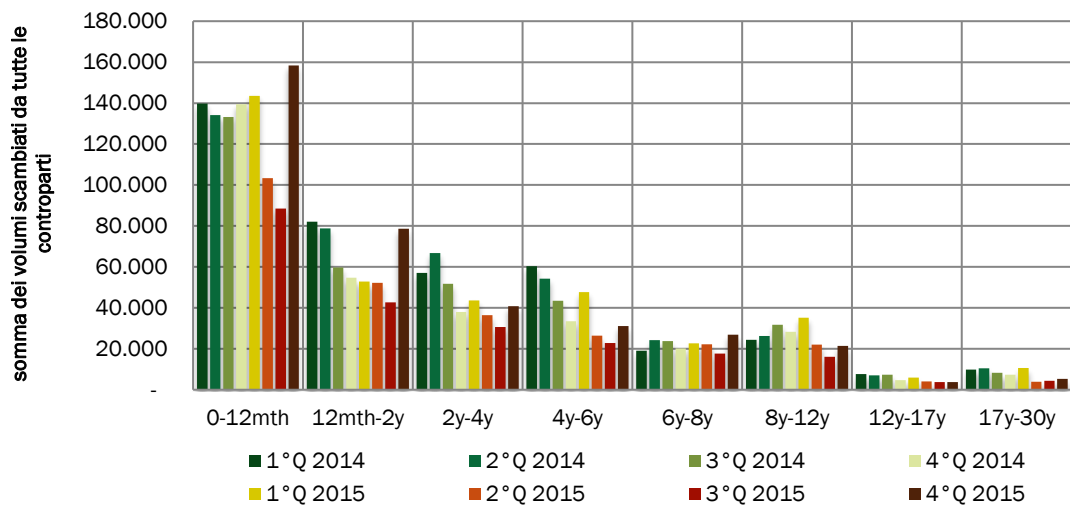
Pertanto nel 2015, nonostante la significativa presenza della BCE attraverso il QE, il mercato *interdealer* dei titoli governativi italiani ha comunque visto una significativa contrazione dei volumi negoziati nelle fasi dell'anno caratterizzate da maggiori tensioni, che si sono tradotte in rilevanti incrementi di volatilità.

GRAFICO II.9: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SU MTS, DISTINTI PER COMPARTO (milioni di euro)



Andando ad analizzare i volumi per classi di scadenza, si nota anche in questo caso come solo i titoli a brevissima scadenza (quindi BOT, CTZ e BTP con scadenza residua inferiore all'anno) abbiano subito un calo modesto, mentre per tutti gli altri segmenti - escluso quello a 7 anni - le riduzioni sono state più consistenti, in molti casi anche superiori al 30%.

GRAFICO II.10: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS PER SCADENZA (milioni di euro)



La liquidità, come già diffusamente accennato in altre sezioni del documento, è un fenomeno multidimensionale che si presta a essere misurato in base a diverse prospettive. Normalmente il differenziale delle quotazioni denaro-lettera sul mercato consente di ottenere una prima e immediata percezione del fenomeno, sebbene rimanga una misura assolutamente non esaustiva. Nei grafici che seguono si può apprezzare l'andamento di questa misura per una serie di scadenze: gli effetti della rarefazione della liquidità sembrano essere stati avvertiti particolarmente sugli strumenti a lungo termine, mentre per quelli a breve vi è stata una performance molto soddisfacente. Come si evince, infatti, dai Grafici II.11a, II.11b e II.11c, per i punti della curva BTP nominale a 3 anni e del CTZ il differenziale si è mantenuto stabilmente in pochi centesimi di prezzo. Più ampia è stata la volatilità di questo differenziale sui segmenti BTP a 5 anni e sui CCTeu, sebbene sempre su livelli contenuti. Tra i titoli a lungo termine molto stabile è stata la performance del titolo BTP a 10 anni a differenza dei segmenti BTP a 15 e 30 anni che hanno subito un allargamento significativo fino a toccare rispettivamente i 60 e gli 80 centesimi di prezzo nelle fasi di maggiore turbolenza.

GRAFICO II.11a: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA SU BTP 10, 15 E 30 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS

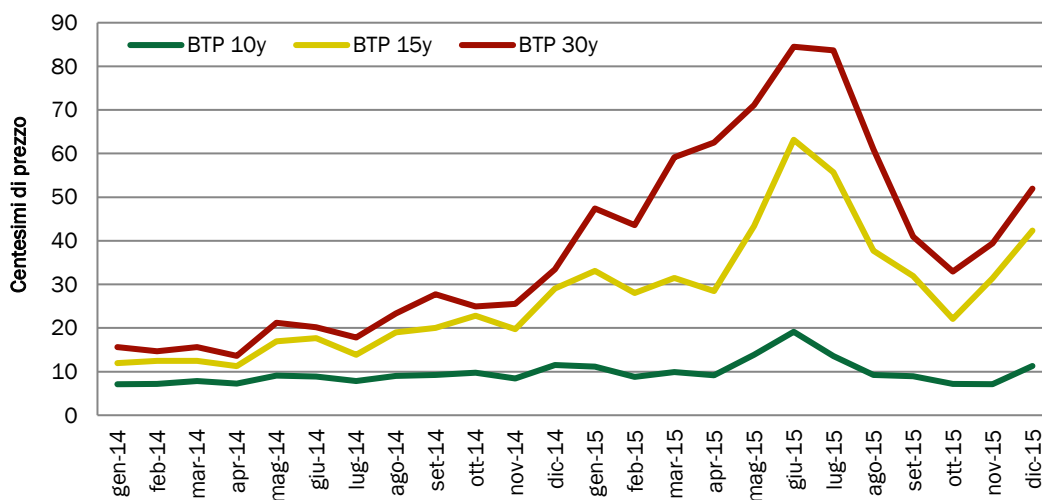
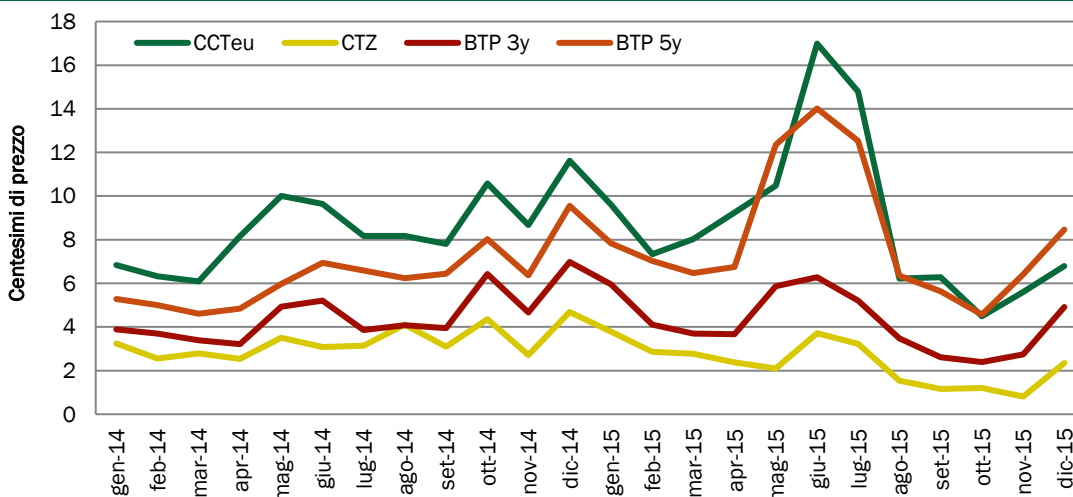
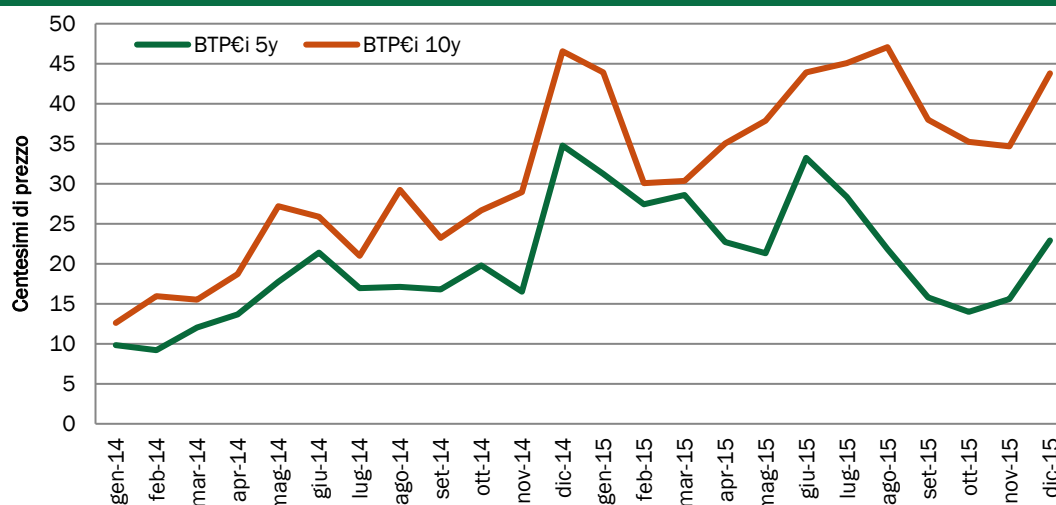


GRAFICO II.11b: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA SU CTZ, CCTEU, BTP 3 E 5 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS



Il segmento inflazione, oltre ad essere un comparto su cui si è concentrata nel 2015 una quota modesta di negoziazioni rispetto al totale dei titoli governativi, ha mostrato un'evoluzione erratica anche sul fronte del differenziale denaro-lettera, tipica dei titoli caratterizzati strutturalmente da liquidità inferiore.

Anche in questo caso va quindi segnalato come, nonostante la BCE sia stata operativa su tutti i comparti (al netto ovviamente dei BOT e CTZ), analogamente al 2014 le prestazioni in termini di liquidità delle diverse categorie di strumenti sulle diverse scadenze siano risultate ampiamente differenziate e fortemente legate alla loro rischiosità intrinseca. Questo aspetto tende ad avvalorare la tesi per cui a guidare il fenomeno sembrano essere stati fattori strutturali legati all'evoluzione del *market making* e dei comportamenti degli investitori, che li porta ad attribuire molto più peso alle caratteristiche di rischio proprie delle singole categorie di titoli.

GRAFICO II.11c: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA SU BTP€i 5 E 10 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS

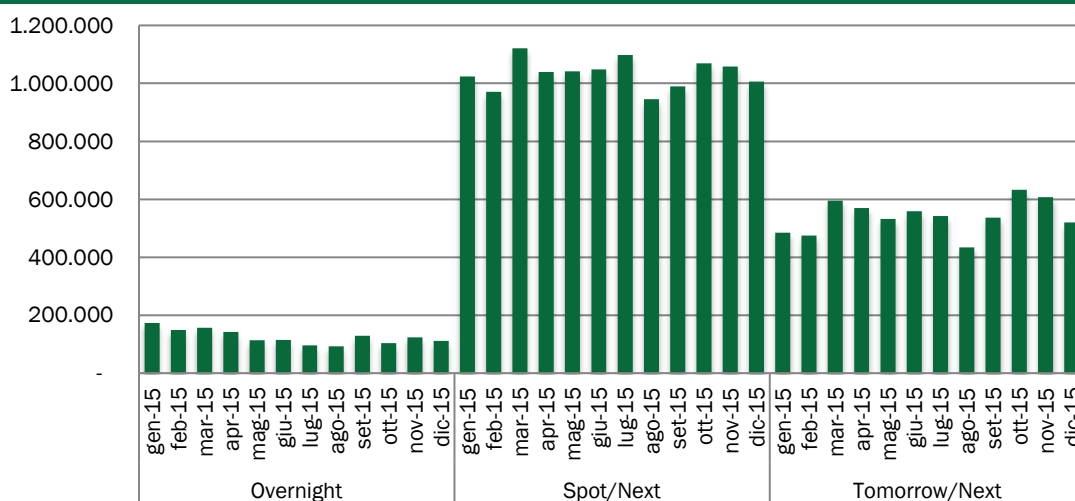
Il segmento pronti contro termine (Repo)

Complessivamente, nel 2015 il mercato dei contratti pronti contro termine sui titoli di Stato (cosiddetto mercato Repo) ha continuato a svolgere un ruolo fondamentale di supporto per l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato a pronti, con volumi sostanzialmente in linea con quelli del 2014. Sebbene anche questo settore sia stato - e sarà - impattato dall'introduzione di diversi stralci di legislazione europea in materia di regolamentazione e supervisione degli intermediari e dei mercati finanziari, l'attività è rimasta molto tonica anche da parte dei *marker maker*. A seguito dell'entrata in vigore della modifica del ciclo di regolamento a T+2¹¹ avvenuta ormai già nell'ottobre del 2014, si è consolidata la significatività del contratto *Tomorrow/Next* come una delle principali scadenze utilizzate subito dopo quello dello *Spot/Next* (Grafico II.12).¹²

¹¹ La modifica del ciclo di regolamento a T+2, a partire dal 2 ottobre 2014, è rientrato nell'ambito degli interventi volti a rimuovere le barriere al regolamento *cross border*, a favorire l'incremento di efficienza del relativo processo e l'armonizzazione in vista della migrazione a T2S (il nuovo sistema europeo integrato di gestione accentrata titoli gestito dalla BCE), riducendo altresì rischio di controparte. Inoltre, la regolamentazione europea in materia di gestione accentrata (*Central Securities Depository Regulation - CSDR*) prevede che il regolamento delle operazioni di mercato debba avvenire al massimo entro il secondo giorno successivo alla loro esecuzione.

¹² Il contratto "Tomorrow/Next" ha inizio il primo giorno lavorativo successivo alla stipulazione e termina il giorno lavorativo successivo; il contratto Spot/Next ha inizio il secondo giorno lavorativo successivo alla stipulazione e termina il giorno lavorativo successivo.

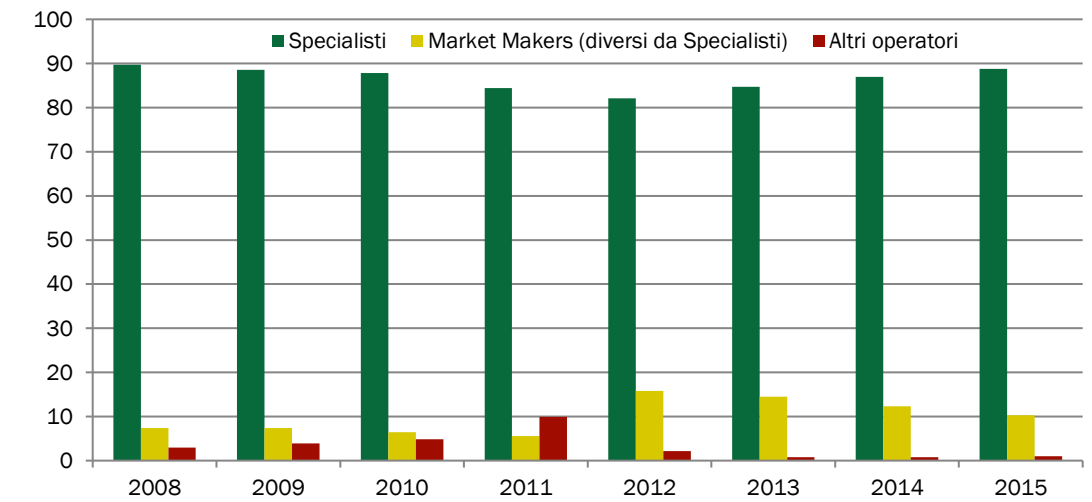
GRAFICO II.12: VOLUMI NEGOZIATI MENSILI PER SCADENZA DI CONTRATTO SULLA PIATTAFORMA MTS (milioni di euro)



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

Il peso degli Specialisti, valutato in termini di volumi scambiati sul totale dei volumi negoziati sulla piattaforma MTS, è mantenuto pressoché costante su quote vicine al 90% anche nel 2015. La restante quota di circa il 10% viene scambiata prevalentemente dagli altri *market maker* (non Specialisti)¹³. Una quota residuale inferiore all'1% viene negoziata da operatori *dealer* non *market maker*.

¹³ Ai sensi dell'art. 1 comma 5-quater del TUF per "*market maker*" si intende il soggetto che si propone sulle sedi di negoziazione, su base continua, come disposto a negoziare in contropartita diretta acquistando e vendendo strumenti finanziari ai prezzi da esso 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 216 del 2009.

GRAFICO II.13: VOLUMI ANNUALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORMA MTS (valori percentuali)

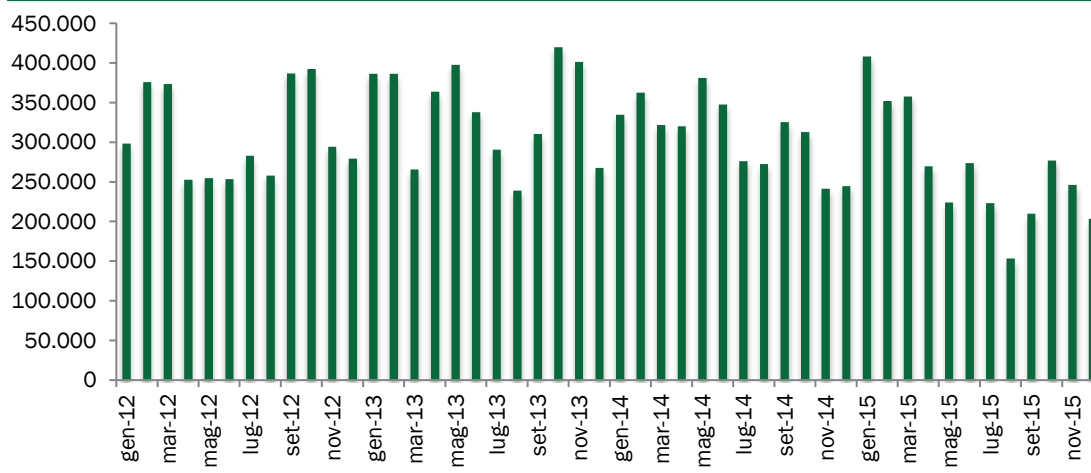
L'attività di negoziazione con gli investitori da parte degli Specialisti in titoli di Stato

I volumi negoziati

Come illustrato nel Rapporto sul Debito Pubblico dello scorso anno, il mercato secondario dei titoli di Stato italiano è composto da numerosi altri segmenti oltre il mercato regolamentato di riferimento selezionato per il monitoraggio e la valutazione degli Specialisti in titoli di Stato. La principale fonte informativa circa l'attività svolta su queste altre sedi di negoziazione è rappresentata dai report *HRF* (*Harmonized Reporting Format*), un modello di report altamente standardizzato e condiviso a livello europeo, che gli stessi Specialisti compilano documentando tutta l'attività che essi svolgono con la loro clientela, sia mediante piattaforme di negoziazione che su base bilaterale in formato elettronico o vocale. Dal 2014 questa reportistica contiene tutte le informazioni sui singoli scambi effettuati dagli Specialisti, ad eccezione degli scambi effettuati con la BCE e con le Banche centrali nazionali quando queste ultime operano ai fini dell'esecuzione delle loro politiche monetarie (QE), 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.

Nel 2015, sul segmento *cash* (a pronti) di MTS così come sulla totalità delle altre piattaforme elettroniche e sull'*Over-the-Counter*, l'andamento del profilo dei volumi mensili scambiati ha visto un calo particolarmente accentuato soprattutto nel secondo e terzo trimestre (Grafico II.14), rispettivamente con riduzioni di circa il 27% e il 33%, mentre su base annua il calo, seppur importante, si è attestato su livelli intorno al 15%, grazie ad un buon primo trimestre e ad una riduzione molto più contenuta nell'ultimo.

GRAFICO II.14: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORME DIVERSE DA MTS (milioni di euro)



Gli scambi per tipologie di controparti

Le informazioni acquisite tramite i dati *HRF*, soprattutto a partire dal 2014, 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 riesce 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. Come si evince dal Grafico II.15, i principali investitori nei titoli di Stato sono i gestori di fondi e le banche, sia in termini di volumi assoluti che di acquisti/ vendite netti. Tuttavia, mentre i flussi di negoziazione delle controparti bancarie - dopo un primo trimestre particolarmente positivo - hanno presentato un andamento in costante riduzione, anche di oltre il 50% rispetto al primo trimestre, i fondi di investimento hanno mantenuto volumi di negoziazione rilevanti per tutto il 2015, nonostante la flessione rispetto al primo trimestre. Da notare come sia per le banche che per i fondi lungo tutto l'anno si siano sempre registrati acquisti netti. Rispetto al 2014, i fondi pensione ed assicurativi hanno mantenuto costanti i loro flussi di negoziazione sia in valore assoluto che in termini di acquisti netti, sebbene abbiano contribuito per quote percentuali relativamente basse rispetto alle banche e ai fondi di investimento. Gli *hedge fund* infine, sono stati complessivamente venditori netti di titoli di Stato ed hanno ridotto ulteriormente la loro presenza in termini di volumi negoziati assoluti.

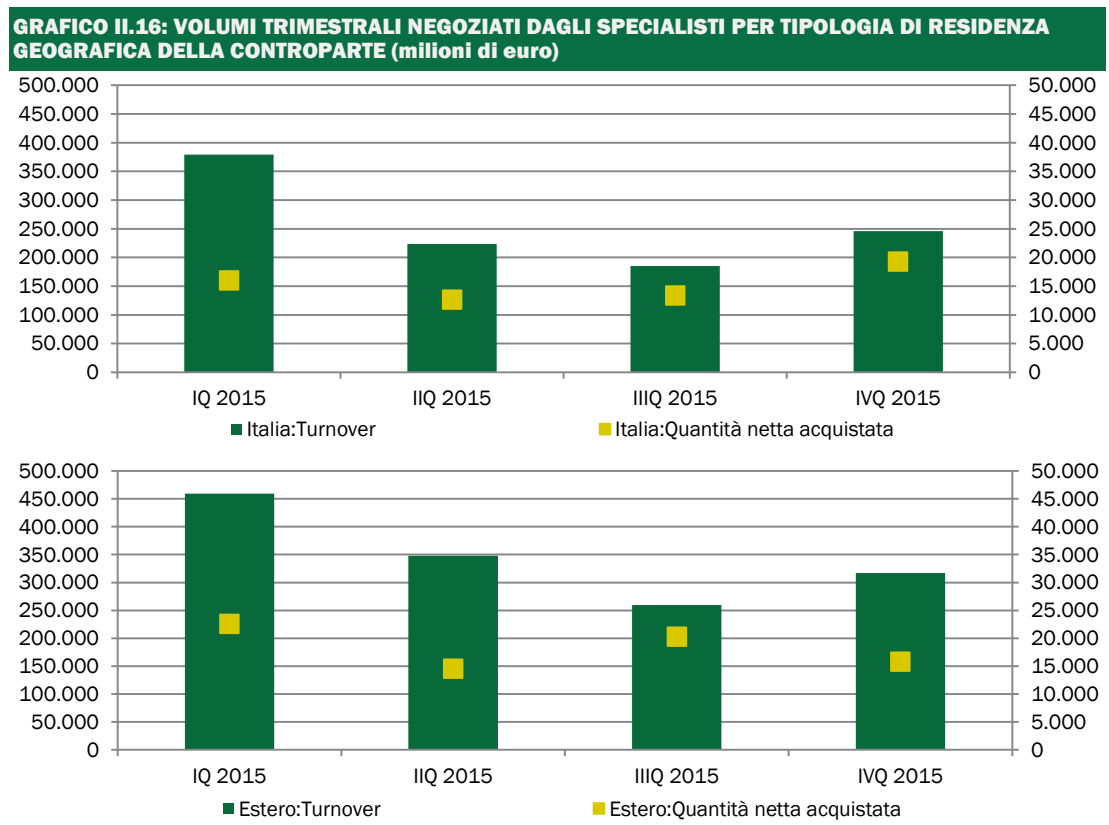
GRAFICO II.15: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE (milioni di euro) – GESTORI DI FONDI, BANCHE, FONDI PENSIONE ED ASSICURATIVI, HEDGE FUND



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 2015 non si sono osservate particolari divergenze (vedi Grafico II.16) nel comportamento degli investitori domestici rispetto a quelli esteri. Gli investitori italiani, dopo un ottimo primo trimestre, hanno ridotto fortemente i volumi assoluti scambiati nel secondo e terzo trimestre ed incrementato marginalmente i volumi negoziati nell'ultimo trimestre, passando dai circa 370 miliardi di volumi negoziati nel primo trimestre 2015 ai circa 250 miliardi del quarto trimestre 2015. L'evoluzione dei volumi assoluti trimestrali per gli investitori esteri non è stata dissimile, così come analoga è risultata la riduzione dei volumi negoziati tra il primo e l'ultimo trimestre, ovvero intorno ai 140 miliardi di euro.

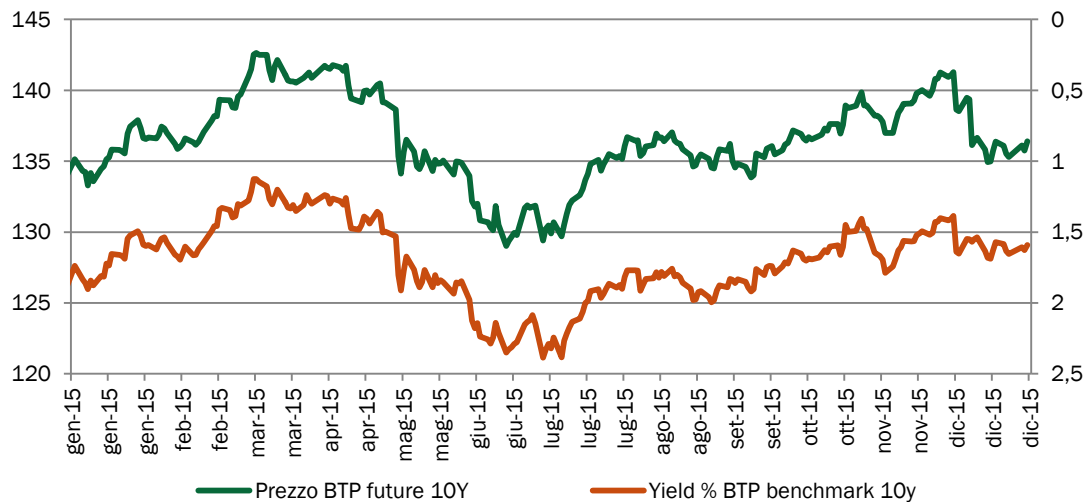
Anche in termini di quantità netta acquistata l'atteggiamento degli investitori italiani ed esteri è stato pressoché identico: entrambi forniscono un contributo rilevante, attestandosi in ogni trimestre tra i 15 ed i 25 miliardi.



L'Evoluzione del mercato dei BTP Future

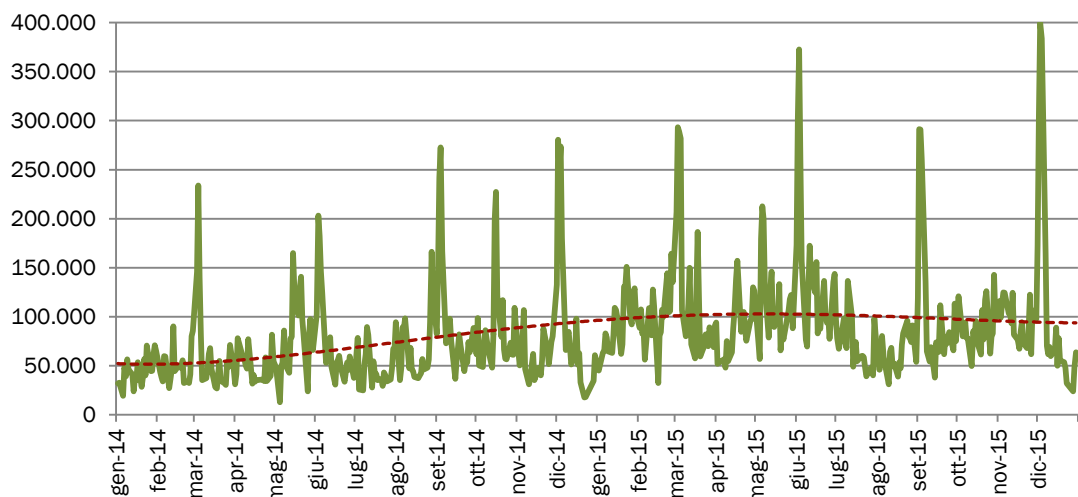
Per quanto riguarda l'evoluzione delle quotazioni del *Future* sui titoli governativi italiani sulla scadenza decennale - quella di gran lunga più liquida rispetto ai contratti sulle scadenze triennali e quinquennali - dal Grafico II.17 si nota come l'andamento del prezzo sia stato perfettamente correlato alla performance dei titoli BTP *benchmark* decennali.

GRAFICO II.17: ANDAMENTO DEL PREZZO DEL FUTURE BTP E DEL RENDIMENTO DEL BTP BENCHMARK SU SCADENZA 10 ANNI (scala di destra invertita, in percentuale)



Va segnalato come nel 2015 il contratto *Future* decennale sul BTP abbia continuato a consolidarsi in termini di volumi e liquidità (Grafico II.18).

GRAFICO II.18: VOLUMI DEL CONTRATTO BTP-FUTURE NEGOZIATI SULLA SCADENZA DECENNALE SUL MERCATO EUREX (numero di lotti di negoziazione)



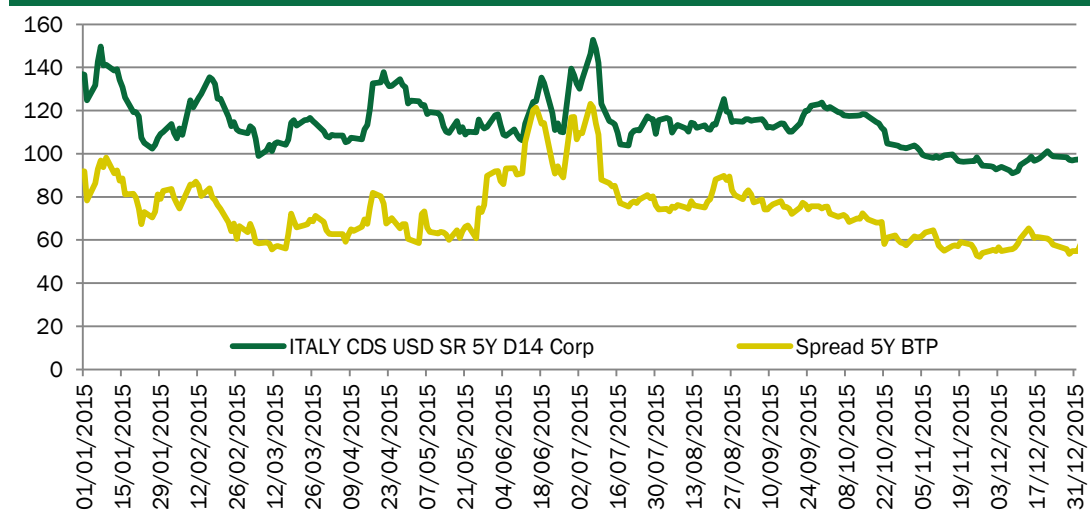
In questo senso è cresciuto l'utilizzo dello strumento come mezzo di copertura dai rischi da parte di detentori di BTP, rendendo quindi maggiormente appetibile l'acquisto del debito italiano da parte di un *pool* di investitori sempre più ampio.

D'altra parte, gli operatori di mercato riportano nei loro flussi di scambio giornalieri attività di negoziazione sul segmento *Future* effettuate con controparti aventi strategie di investimento basate su analisi macroeconomiche, o miranti a coprire il rischio assunto detenendo posizioni su classi di attivi nazionali diverse dal debito pubblico. Non si può quindi escludere l'esistenza di una certa quota di attività sul contratto *BTP-Future* avulsa da esigenze strettamente legate all'operatività sui titoli del debito italiano, che però inevitabilmente ha conseguenze sull'attività di quotazione di questi ultimi, dal momento che i due strumenti (titoli da un lato e contratto *Future* dall'altro) devono necessariamente avere un'elevata correlazione. Ne deriva che in alcune fasi o momenti di mercato, nella misura in cui è il mercato *Futures* a imprimere una direzione al mercato dei titoli e non viceversa, sul mercato di questi ultimi possono riversarsi gli effetti di strategie imperniate su visioni macroeconomiche (cosiddetti *macro-hedges*) e/o di copertura del rischio derivante dalla detenzione di *asset* in altri settori dell'economia nazionale¹⁴.

L'andamento del CDS sovrano italiano

Come si evince dal Grafico II.19, l'andamento del prezzo dei *Credit Default Swap* (CDS) sui titoli sovrani italiani sulla scadenza a 5 anni (quotato nella valuta dei dollari americani) ha mostrato un andamento simile a quello dello *spread* BTP-Bund sulla medesima scadenza quinquennale. Tuttavia, un'analisi più dettagliata consente di apprezzare alcune differenze che si sono manifestate nell'evoluzione delle due variabili nel corso dell'anno.

GRAFICO II.19: ANDAMENTO DEL PREZZO DEI CDS DEI GOVERNATIVI ITALIA E GERMANIA (\$) SULLA SCADENZA 5 ANNI E DELLO SPREAD BTP-BUND 5 ANNI (punti base)



Nei primi mesi dell'anno e fino a giugno, la volatilità dello *spread* BTP-Bund è stata decisamente inferiore: una volta annunciato il *PSPP*, questa variabile ha oscillato in un *range* di circa 20 punti base laddove nello stesso periodo il *CDS* si è mosso in un intervallo circa doppio. In qualche modo, quindi, l'azione della BCE si

¹⁴ Si pensi ad esempio alle banche, a grandi aziende di rilevanza nazionale.

è tradotta in una stabilizzazione dei differenziali di rendimento tra titoli interessati dalla stessa azione di acquisto dell'istituto centrale. Con l'acuirsi della crisi greca, nonostante la presenza del *PSPP*, il livello dello *spread* è salito fino a raggiungere sostanzialmente il livello dei *CDS* ed ha manifestato un grado di volatilità non dissimile da quest'ultimo. In questo senso si può affermare che il *PSPP* si è dimostrato sostanzialmente neutrale in quelle situazioni di tensione in cui si è riacutizzata la percezione del rischio di credito. Nella seconda metà dell'anno, gli *spread* su titoli hanno continuato a chiudersi, anche per effetto degli acquisti della BCE, mentre i *CDS* hanno seguito la stessa dinamica seppure in modo meno marcato.

III. CONTESTO DI FINANZA PUBBLICA

III.1 L'ANDAMENTO DEL FABBISOGNO DEL SETTORE STATALE

Nel 2015, il saldo di cassa del Settore Statale ha registrato un disavanzo pari a 59.079 milioni, un dato risultato inferiore sia rispetto a quello del 2014, per 16.675 milioni, sia alle stime elaborate a fine 2014, per circa 10 miliardi.

Il miglioramento rispetto al 2014 si deve sia all'aumento del saldo di parte corrente (+6.651 milioni) che a quello relativo alle operazioni di carattere finanziario (+10.219 milioni).

Tra gli incassi, si registra l'aumento dei trasferimenti correnti dall'Unione Europea (+1.624 milioni) per la riattivazione di flussi finanziari già sottoposti a procedura di sospensione e l'incremento delle imposte¹ incassate dal bilancio dello Stato.

Tra i pagamenti, nel 2015 sono risultati in diminuzione i trasferimenti agli enti di previdenza (-468 milioni), agli enti locali (-1.569 milioni) e ad altre amministrazioni locali, con l'esclusione delle Regioni e della spesa sanitaria (-1.487 milioni), anche per il riversamento su conti di Tesoreria delle disponibilità liquide detenute dalle Camere di Commercio². Si sono ridotti, inoltre, i trasferimenti verso l'Unione Europea (-1.015 milioni) e la spesa per interessi passivi (-6.784 milioni di euro), inclusa quella sui conti correnti di tesoreria statale che da sola è scesa di 1.738 milioni.

Sono aumentati i trasferimenti alle famiglie (+5.739 milioni), parzialmente per il riconoscimento del bonus di 80 euro³, oltre alle somme destinate ai rimborsi ed alle compensazioni di imposta (+11.566 milioni)⁴ e i trasferimenti a Ferrovie (+1.012 milioni) e a Poste S.p.A. (+1.062 milioni), per il pagamento di arretrati sul contratto di programma dal 2012.

Il miglioramento del saldo delle operazioni finanziarie è dovuto alla presenza nel 2014 dell'ultimo esborso di circa 2.800 milioni relativo alla quota di sottoscrizione del capitale del Meccanismo Europeo di Stabilità (MES)⁵ e dell'uscita di circa 12.400 milioni per le anticipazioni erogate agli enti territoriali per fornire la liquidità necessaria ai pagamenti dei debiti della pubblica amministrazione⁶. Nel 2015 invece le suddette anticipazioni sono scese a circa 3.750 milioni, mentre in

¹ Principalmente per le maggiori riscossioni dell'IRPEF, dell'IVA, anche per l'applicazione del meccanismo dello *Split Payment* ai sensi della legge 23 dicembre 2014 n. 190, e per la variazione di aliquota dal 12,5 al 20,5 per cento sulla tassazione dei proventi derivanti dalla partecipazione ad OICVM (Organismo di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari) di diritto estero. Lo *Split Payment* IVA prevede che il fornitore incassi il corrispettivo al netto dell'IVA, che la Pubblica Amministrazione verserà direttamente evitando un adempimento all'impresa che non deve prima incassare l'IVA e poi assolverla.

² Legge 23 dicembre 2014 n. 190.

³ Decreto legge 24 aprile 2014, n. 66, convertito con modificazioni in Legge 23 giugno 2014, n. 89.

⁴ D.Lgs. 175/2014.

⁵ Legge 23 luglio 2012 n. 116.

⁶ Decreto Legge 8 aprile 2013, n. 35, convertito con modificazioni in Legge 6 giugno 2013, n. 64.

sensu opposto si è proceduto al finanziamento delle Regioni per il rimborso anticipato di propri titoli obbligazionari per un importo pari circa a 3.240 milioni⁷.

TABELLA III.1: CONTO CONSOLIDATO DI CASSA DEL SETTORE STATALE (milioni di euro)

	2014	2015
Incassi correnti	516.290	543.970
<i>di cui interessi attivi</i>	1.394	702
Incassi in conto capitale	3.721	2.001
Incassi totali	520.011	545.971
Pagamenti correnti	556.332	577.361
<i>di cui interessi passivi</i>	80.825	74.041
Pagamenti in conto capitale	23.370	21.845
Pagamenti totali	579.702	599.206
Saldo primario al netto delle Partite Finanziarie	19.740	20.104
Interessi passivi netti	79.431	73.339
Saldo al netto delle Partite Finanziarie	-59.691	-53.235
Partite Finanziarie	-16.063	-5.844
Saldo primario	3.677	14.260
Incassi finali	521.834	548.150
Pagamenti finali	597.588	607.229
Saldo Settore Statale	-75.754	-59.079

III.2 SCADENZE, EMISSIONI E COPERTURA DEL FABBISOGNO DEL SETTORE STATALE

Le scadenze ed i rimborsi

Nel 2015 il volume dei titoli di Stato in scadenza è stato pari a 378.204 milioni, inferiore a quello del 2014, risultato pari a 391.836 milioni.

Nel comparto a breve termine, l'ammontare delle scadenze è stato pari a 174.552 milioni di BOT, importo significativamente inferiore ai 198.490 milioni del 2014, che includevano anche 481 milioni di *commercial paper*, ad esito della strategia di riduzione del ricorso a strumenti di debito di breve termine iniziata negli scorsi anni.

Nel comparto a medio-lungo termine, i titoli in scadenza del 2015 sono stati pari a 203.516 milioni di euro, distinti in 195.958 milioni di domestici e 7.964 milioni di esteri: un importo significativo se si considera che nel 2014 erano stati rimborsati complessivamente 193.396 milioni di euro, di cui 190.690 milioni di titoli domestici e 2.706 milioni di titoli esteri.

A tali valori devono essere aggiunti gli importi in conto capitale corrispondenti ai titoli riacquistati nelle operazioni di concambio (rappresentati da BTP, CCT e CCTeu), complessivamente pari 5.771 milioni di euro. Pertanto, il volume complessivo dei titoli rimborsati ammonta 383.975 milioni.

⁷ Articolo 45 del Decreto legge 24 aprile 2014, n. 66, convertito con modificazioni in Legge 23 giugno 2014, n. 89.

Considerando però che 3.947 milioni sono stati attinti dalle risorse del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, nel 2015 a carico dei capitoli di bilancio di rimborso prestiti sono state registrate uscite per 380.028 milioni di euro.

Le emissioni

Nel 2015 l'ammontare delle emissioni⁸ di titoli di Stato è stato di 410.058 milioni, inferiori di circa il 9,94 per cento rispetto ai 455.300 milioni collocati nel 2014. Sul mercato domestico, il volume dei titoli emessi è stato pari a 406.058 milioni, mentre l'anno prima erano stati collocati 453.569 milioni.

Nel comparto a breve termine, sono stati emessi 164.130 milioni di BOT, di cui 83.174 milioni di titoli annuali e 80.956 milioni di titoli semestrali, mentre le consistenti disponibilità di tesoreria hanno reso non necessario il ricorso ai BOT trimestrali e a quelli flessibili, ossia caratterizzati da scadenze non standard.

Se si tiene conto delle operazioni di concambio, le emissioni nominali complessive di titoli dell'anno sono state pari a 415.294 milioni di euro.

Le emissioni nette⁹ dell'anno, ossia la copertura in termini di cassa realizzata collocando titoli di Stato, sono state pari a 41.579, quindi di circa 17,5 miliardi di euro inferiori al saldo consuntivo di cassa del Settore Statale. La restante quota è stata coperta mediante l'utilizzo del Conto Disponibilità del Tesoro per circa 11 miliardi e delle risorse disponibili in Tesoreria per circa 6,5 miliardi, parte delle quali sono già contabilizzate all'interno del Saldo di cassa del Settore Statale: si fa riferimento, ad esempio, ai pagamenti effettuati a favore di conti di tesoreria intestati a soggetti esterni alla pubblica amministrazione (si pensi, ad esempio, al pagamento di interessi su mutui a favore di CDP S.p.A., nonché la remunerazione del conto detenuto dalla stessa CDP S.p.A. presso la tesoreria dello Stato).

Si segnala, inoltre, che le risorse disponibili in Tesoreria tengono conto anche del saldo dei flussi in entrata ed uscita dovuti alla raccolta postale effettuata dalla CDP S.p.A. sugli strumenti di sua competenza (risultata negativa per circa 4 miliardi di euro) e del rimborso della quota capitale dei Buoni Postali di competenza del MEF per circa 900 milioni di euro.

⁸ L'aggregato è calcolato per data di regolamento dei collocamenti, e non per data d'asta.

⁹ Le emissioni nette sono calcolate sottraendo le scadenze ed i rimborsi al valore delle emissioni valutate al netto ricavo. Nelle emissioni al netto ricavo i BOT sono calcolati al valore nominale (prezzo 100) in quanto la differenza rispetto a 100 è anticipata dalla Tesoreria dello Stato. Per i rimborsi dei titoli riacquistati in concambio, i valori sono calcolati al netto ricavo così come per 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 3.947 milioni) non sono ovviamente incluse.

TABELLA III.2: EMISSIONI*, SCADENZE E COPERTURA DEL FABBISOGNO DEL SETTORE STATALE (milioni di euro)

	2015
Emissioni nominali	415.294
Emissioni al netto ricavo (a)	421.157
Rimborsi (b)	379.578
Emissioni nette (c) = (a) - (b)	41.579
Altre forme di copertura giacenti in Tesoreria dello Stato (f) = -(d) + (e) - (c)	6.511
Totale coperture (c) + (f)	48.090
Saldo di cassa del Settore Statale (d)	-59.079
Variazione Conto Disponibilità del Tesoro 31-12-2015 vs 31-12-2014 (e)	-10.989

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

III.3 FABBISOGNO DEL SETTORE PUBBLICO

Il fabbisogno (saldo) del Settore Pubblico, in quanto in larga parte coincidente con il fabbisogno delle Pubbliche Amministrazioni¹⁰, è l'aggregato di riferimento per spiegare la variazione di livello del debito totale delle Pubbliche Amministrazioni che si determina nel corso di un anno. Esso viene calcolato a partire da quello del Settore Statale, che presenta gli stessi criteri di contabilizzazione e classificazione per cassa delle transazioni, ma aggiungendo, con gli eventuali necessari consolidamenti, i saldi di cassa di tutti gli enti compresi nel perimetro delle Pubbliche Amministrazioni.

Nel 2015 il fabbisogno del settore pubblico si è attestato a 51.993 milioni (3,2 per cento del PIL), in riduzione di 18.138 milioni rispetto al valore rilevato nel 2014 (70.131 milioni, pari al 4,4 per cento del PIL). Nel confronto con l'anno precedente, la consistente riduzione del fabbisogno registrata nel 2015 è riconducibile all'evoluzione favorevole registrata negli incassi finali che risultano più elevati di 38.219 milioni rispetto al 2014 (+5,0 per cento), in parte attenuata dall'incremento dei pagamenti finali di circa 20.000 milioni (+2,4 per cento) rispetto al livello registrato nel corrispondente periodo del 2014.

La spesa per interessi passivi che concorre alla formazione del saldo di cassa del Settore Pubblico si è attestata a 76.824 milioni, in riduzione di circa 7 miliardi rispetto al risultato conseguito nel 2014.

¹⁰ I due aggregati sono calcolati sulla base della stessa partizione dei conti, ma differiscono per i criteri con cui vengono contabilizzate le entrate da dismissioni mobiliari (privatizzazioni). Inoltre il saldo del Settore Pubblico è calcolato dalla Ragioneria Generale dello Stato (MEF) dal lato della formazione (incassi e pagamenti), mentre il saldo delle Pubbliche Amministrazioni è calcolato dalla Banca d'Italia dal lato della copertura, ossia dei quantitativi di nuove passività emesse.

TABELLA III.3: CONTO CONSOLIDATO DI CASSA DEL SETTORE PUBBLICO (milioni di euro)		
	2014	2015
Incassi correnti (a)	758.460	795.185
Incassi in conto capitale	6.675	4.957
Incassi partite finanziarie	1.748	4.961
Incassi finali (b)	766.883	805.102
Pagamenti correnti (c)	786.185	802.842
<i>di cui interessi passivi (d)</i>	83.830	76.824
Pagamenti in conto capitale	42.154	44.121
Pagamenti partite finanziarie	8.675	10.133
Pagamenti finali (e)	837.014	857.095
Saldo di parte corrente (a-c)	-27.725	-7.657
Saldo primario (b-e+d)	13.699	24.831
Saldo* (b-e)	-70.131	-51.993

*) Il saldo può non corrispondere alla differenza delle componenti per gli arrotondamenti effettuati.

III.4 DEBITO DELLE PUBBLICHE AMMINISTRAZIONI E RAPPORTO DEBITO/PIL

Le revisioni effettuate dall'ISTAT¹¹ sul PIL, così come quelle sul debito elaborate dalla Banca d'Italia, hanno determinato un valore per il rapporto debito/PIL per l'anno 2014 del 132,5 per cento con un aumento dello 0,4 per cento, rispetto al dato di consuntivo utilizzato nella Nota di Aggiornamento al DEF di settembre 2015. In particolare vi è stata una revisione in diminuzione del PIL (di circa 0,3 per cento), che incorpora la revisione della serie dal 2012 al 2014 effettuata dall'ISTAT, assieme a quella in aumento del debito (circa 0,1 per cento) dovuta ad ordinarie revisioni statistiche.

Il dato di consuntivo 2015 per il rapporto debito/PIL è stato pari al 132,7 per cento, in lieve aumento rispetto al 2014. Dopo numerosi anni di salita di tale rapporto (dal 2007 questo è aumentato in media del 4,7 per cento ogni anno), si può quindi affermare che il 2015 rappresenti il primo anno di sostanziale stabilizzazione.

A tale risultato hanno contribuito essenzialmente tre fattori: il miglior dato, rispetto alle attese, sulla crescita nominale del PIL, attestatosi all'1,5 per cento (il deflatore del PIL è stato pari allo 0,8 per cento); il robusto miglioramento del fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, pari a circa il 3,2 per cento del PIL (in discesa di circa 18 miliardi rispetto al 2014, come descritto in precedenza); infine la riduzione delle disponibilità liquide del Tesoro per circa 11 miliardi, che ha determinato un alleggerimento delle emissioni di titoli a copertura del fabbisogno. Inoltre, la riduzione delle emissioni nel corso dell'anno è stata determinata anche dalla contestuale progressiva discesa dei tassi di interesse di mercato che ha consentito di effettuare volumi significativi di collocamenti di debito con prezzo sopra la pari (l'impatto di riduzione del debito delle emissioni sopra la pari è stato circa pari a 6.000 milioni di euro), oltre che dall'utilizzo delle risorse accumulate

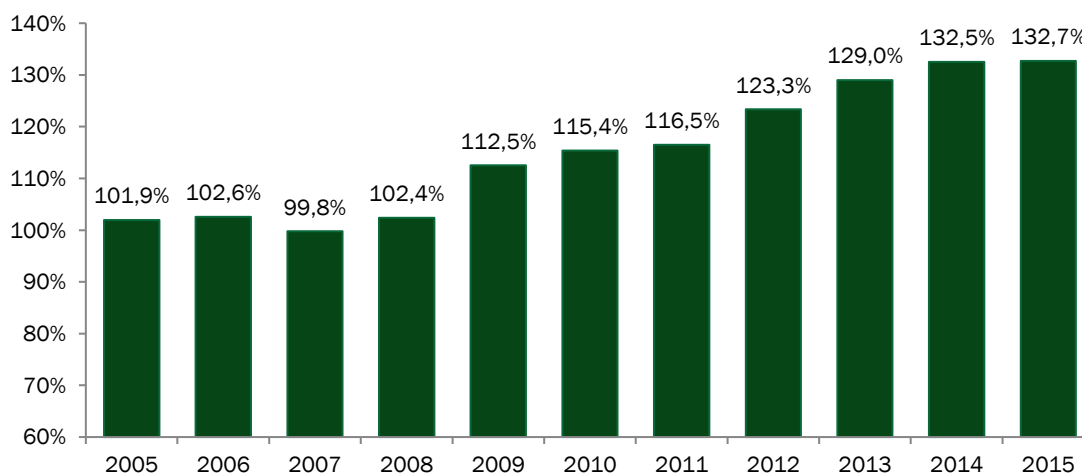
¹¹ Si veda Comunicato Istat "PIL e Indebitamento delle AP" 1 marzo 2016.

sul Fondo Ammortamento dei titoli di Stato, con cui sono state in parte rimborsate scadenze nel corso dell'anno per un importo pari a 3.947 milioni di euro.

Confrontando il dato di consuntivo 2015 con quello previsto nella Nota di Aggiornamento al DEF 2015, si può notare come lo scorso settembre esso venne sovrastimato per circa lo 0,1 per cento. A spiegare questa differenza va menzionata, da un lato, una crescita nominale del PIL più elevata a consuntivo (per circa lo 0,08 per cento) e, dall'altro, una dinamica dello stock del debito risultata di poco inferiore rispetto alla stima della Nota di Aggiornamento (per circa lo 0,05 per cento). In particolare, la riduzione del debito rispetto alle stime è da ricondurre ad un miglioramento nei saldi di finanza pubblica, con una riduzione rispetto alle previsioni di circa lo 0,44 per cento nel fabbisogno delle Amministrazioni pubbliche, cui si è associato tuttavia un aumento dello 0,38 per cento per via di altri fattori, tra cui l'effetto di trascinarsi del maggior debito dall'anno precedente e la riclassificazione all'interno delle Amministrazioni pubbliche del Fondo Nazionale di Risoluzione - istituito per il salvataggio di taluni istituti di credito ai sensi dell'art. 78 del D. Lgs. N. 180 del 16 novembre 2015.

Alla quasi stabilizzazione del debito del 2015 hanno contribuito anche proventi da privatizzazioni e dismissioni superiori allo 0,4 per cento del PIL, che hanno più che compensato l'impatto sul debito derivante dall'applicazione delle regole Eurostat circa la partenza di contratti *interest rate swap* (IRS) originati dall'esercizio di *swaption*, impatto quantificabile in circa lo 0,2 per cento del PIL.

GRAFICO III.1: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL NEL PERIODO 2005-2015



III.5 INDEBITAMENTO NETTO

L'indebitamento netto¹² delle Amministrazioni Pubbliche (AP), calcolato in termini di competenza economica secondo i criteri armonizzati a livello europeo definiti nel sistema di contabilità nazionale SEC (o ESA) 2010, nell'anno 2015 si è attestato a circa 42 miliardi di euro, con una riduzione di circa 6,5 miliardi rispetto al risultato conseguito l'anno precedente. Il rapporto tra indebitamento netto e PIL conferma l'obiettivo del 2,6 per cento, in linea con il valore indicato nella Nota di aggiornamento al DEF del 2015, presentata nel mese di settembre 2015.

Nel 2015, grazie al progressivo calo dei tassi di interesse, è proseguita la riduzione della spesa per interessi - calcolata in base al criterio di competenza economica di cui sopra - già registrata nel 2014: essa si è attestata sui 68 miliardi, in riduzione di quasi 6 miliardi di euro rispetto al 2014. In termini di PIL è stata conseguita una riduzione significativa di 0,4 punti percentuali passando dal 4,6 per cento al 4,2 per cento del PIL, un livello poco sotto rispetto alla stima indicata nella Nota di aggiornamento al DEF del 2015 (pari al 4,3 per cento). Per oltre 5 miliardi di euro questa riduzione è avvenuta in capo alle Amministrazioni Centrali: in particolare, sui titoli di Stato per circa 4 miliardi di euro e sulle giacenze presso la Tesoreria dello Stato di enti non facenti parte delle PA per la restante parte. In entrambi i casi, come già segnalato, cruciale è stato il ruolo della discesa dei tassi di interesse, dovuta in larga parte all'avvio del programma PSPP da parte della BCE¹³, oltre al calo dell'inflazione, sia europea che nazionale, considerato l'impatto di questa variabile sui relativi titoli indicizzati (BTP€i e BTP Italia).

TABELLA III.4: PRINCIPALI AGGREGATI DI FINANZA PUBBLICA (milioni di euro)

	2014	2015
Indebitamento netto	-48.936	-42.388
<i>in percentuale del PIL</i>	-3,0	-2,6
Debito Pubblico	2.136.204	2.171.671
<i>in percentuale del PIL</i>	132,5	132,7
Interessi Passivi	74.340	68.440
<i>in percentuale del PIL</i>	4,6	4,2
Saldo Primario	25.404	26.052
<i>in percentuale del PIL</i>	1,6	1,6
PIL	1.611.884	1.636.372

¹² Si veda la "Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle amministrazioni pubbliche secondo il trattato di Maastricht" pubblicato da ISTAT il 21 aprile 2016.

¹³ Si veda il Focus di Approfondimento "Dettagli sull'attuazione del Public Sector Purchase Programme (PSPP)" contenuto nel Capitolo II.

III.6 RACCORDO TRA FABBISOGNO E INDEBITAMENTO

La riconciliazione tra l'indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche e il fabbisogno del Settore Pubblico elaborato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze consente di rappresentare la contropartita monetaria delle operazioni economiche del conto delle Amministrazioni Pubbliche.

Le componenti del raccordo¹⁴ tra fabbisogno del Settore Pubblico e indebitamento netto delle Amministrazioni Pubbliche sono:

- Le partite finanziarie;
- La differenza cassa-competenza;
- Le riclassificazioni di operazioni;
- La discrepanza statistica.

In particolare, le operazioni finanziarie attive (riscossione crediti, concessione di crediti, partecipazioni e conferimenti, ecc.) sono una componente del fabbisogno, ma non rientrano nel calcolo dell'indebitamento netto, che registra solo le operazioni di natura economica; nello schema di raccordo tra le due grandezze, devono essere quindi sottratte dal fabbisogno del Settore Pubblico per ricondursi all'indebitamento netto delle P.A.. Nel 2015, tali operazioni ammontano a 9.007 milioni.

Nel conto economico delle Amministrazioni Pubbliche le operazioni sono quantificate secondo i principi della competenza economica, mentre nel conto del Settore Pubblico sono registrate per cassa. La differenza cassa-competenza registra le differenze dovute al diverso momento di registrazione delle transazioni economiche e rappresenta le variazioni nei crediti e nei debiti di carattere commerciale o derivanti da sfasamenti temporali nella regolarizzazione monetaria. Nel 2015, tale categoria ammonta a 4.941 milioni.

A incidere sul fabbisogno è stato anche l'effetto degli interessi di cassa netti derivanti da contratti derivati, non contabilizzati nell'indebitamento dall'entrata in vigore del SEC 2010, che nel 2015 è stato pari a quasi 3.200 milioni di euro.

Come già accennato, le classificazioni delle singole transazioni per categorie economiche e finanziarie seguono, per il conto delle Amministrazioni Pubbliche, le definizioni e le regole del SEC 2010 e, per il calcolo del Fabbisogno del Settore Pubblico, le regole di contabilità pubblica. Le riclassificazioni contabili ammontano a -2.809 milioni nel 2015.

Infine, la discrepanza statistica è calcolata a residuo e rappresenta l'insieme delle differenze fra fabbisogno e indebitamento netto, diverse da quelle spiegate dai fattori sopra richiamati; essa è da attribuire prevalentemente all'utilizzo, nel calcolo dei due aggregati, di fonti informative diverse, e per il 2015 la voce residuale è pari a -1.534 milioni.

¹⁴Si veda "Notifica dell'indebitamento netto e del debito delle amministrazioni pubbliche secondo il trattato di Maastricht" pubblicato da ISTAT il 21 aprile 2016.

TABELLA III.5: RACCORDO TRA FABBISOGNO DEL SETTORE PUBBLICO ED INDEBITAMENTO NETTO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE (milioni di euro)

	2014	2015
Fabbisogno del Settore Pubblico	-70.130	-51.993
Partite finanziarie comprese nel fabbisogno del Settore Pubblico	10.498	9.007
Differenza cassa-competenza	11.423	4.941
Riclassificazioni di operazioni	-814	-2.809
Discrepanza statistica	86	-1.534
Indebitamento netto delle PA	-48.936	-42.388

IV. LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2015

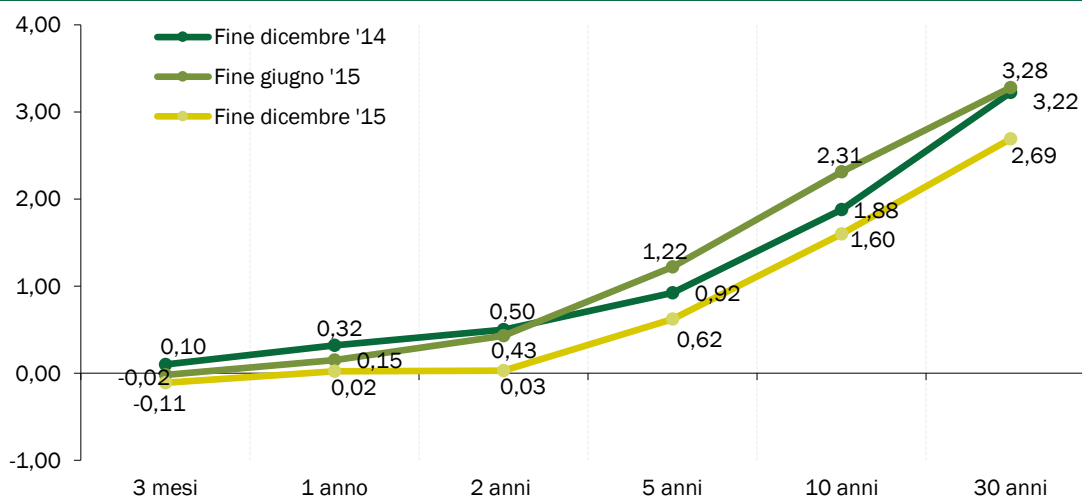
IV.1 L'ATTIVITÀ IN TITOLI DI STATO SUL MERCATO DOMESTICO ED ESTERO

La politica di emissione del Tesoro è stata orientata principalmente a invertire il trend di discesa della vita media del debito, dopo la sua sostanziale stabilizzazione avvenuta nel corso del 2014 al fine di contenere il rischio di rifinanziamento, nonché a gestire l'esposizione agli altri rischi di mercato - tra cui il rischio di tasso di interesse e di inflazione - mantenendo come principio cardine la regolarità e prevedibilità delle emissioni, allo scopo di assicurare il rifinanziamento del debito e consentirne la riduzione dei costi nel lungo periodo. Le decisioni sono state influenzate dal contesto macroeconomico e di mercato precedentemente illustrato nel Capitolo II, sul quale hanno esercitato un peso particolarmente rilevante l'annuncio del 22 gennaio 2015 da parte della BCE in merito al *PSPP* e il conseguente concreto avvio, il 9 marzo 2015, del programma di acquisti di titoli di Stato, effettuato dalla Banca d'Italia per conto del Sistema Europeo delle banche centrali.

Dopo le turbolenze che avevano interessato buona parte del biennio 2011-2012 e la progressiva normalizzazione dei mercati primario e secondario dei titoli di Stato italiani nel corso del biennio 2013-2014, il 2015 si è caratterizzato per un ulteriore rafforzamento del mercato dei titoli di Stato italiani.

Già nel 2014 le migliori condizioni dei mercati si erano tradotte nella diminuzione del costo delle emissioni, nel cambiamento della composizione della domanda, con un ribilanciamento dei portafogli degli investitori verso scadenze più lunghe, nonché nel pieno ritorno alla normalità di quei comparti, i BTP€i e i CCT/CCTeu, maggiormente penalizzati durante i momenti più acuti della crisi.

GRAFICO IV.1: LA CURVA DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO 2014-2015 (tassi percentuali)



Nel 2015, i rendimenti all'emissione sulle scadenze brevi hanno fatto registrare nuovi minimi storici, assumendo un valore negativo a partire dalle aste di ottobre, mentre il costo medio annuo dell'indebitamento, misurato in base al rendimento medio ponderato all'emissione per ciascuna tipologia di titoli di Stato, ha toccato il minimo storico assoluto pari allo 0,70%, riducendosi ancora notevolmente rispetto all'1,35% registrato nel 2014. Sempre nel 2015, rispetto al 2014, in percentuale del totale delle emissioni si è riusciti a conseguire una riduzione del peso dei collocamenti sui comparti a più breve termine - aumentando contestualmente quello a lungo termine sia nel comparto nominale che in quello inflazione. Per quanto riguarda il tasso variabile, il peso dei CCT/CCTeu in rapporto alla consistenza del debito si è stabilizzato, nonostante le emissioni nette siano state positive.

Titoli domestici

BOT

In coerenza con la strategia esposta nel Capitolo I, basata su una riduzione delle emissioni di strumenti a breve termine, il principale obiettivo operativo per il comparto BOT è stato quello di proseguire nel contenimento delle emissioni già avviato negli anni precedenti, garantendo comunque un'adeguata liquidità sul mercato secondario nonché la soddisfazione della domanda, istituzionale e *retail*, espressa nelle relative aste.

Coerentemente con questo approccio, le Linee Guida per il 2015 hanno previsto che nel corso dell'anno le emissioni di BOT si sarebbero mantenute su livelli non distanti da quelli dell'anno precedente. Per raggiungere tale obiettivo i collocamenti sarebbero avvenuti con regolarità solo sulle scadenze a 6 e 12 mesi, fatta salva la facoltà del Tesoro di emettere anche titoli con scadenze trimestrali o flessibili, in caso di specifiche esigenze di cassa.

Come disposto a partire dal 2014, la percentuale della riapertura riservata agli Specialisti è rimasta al 10% del quantitativo offerto nell'asta ordinaria e, analogamente, non ci sono state variazioni nella calendarizzazione dei collocamenti.

A fine gennaio, sono state invece introdotte alcune modifiche tecniche e normative alla procedura d'asta gestita dalla Banca d'Italia, per permettere l'accoglimento di offerte a tassi negativi, in precedenza automaticamente escluse. Tali modifiche si sono rese necessarie a causa dell'evoluzione dei rendimenti del mercato monetario, che hanno assunto livelli dapprima prossimi allo zero e poi addirittura negativi. Al riguardo, è utile ricordare che i BOT, a differenza delle altre categorie di titoli di Stato, sono collocati con aste in cui gli operatori esprimono le proprie richieste in termini di rendimento, anziché di prezzo.

Grazie ad una disponibilità di cassa superiore alle attese e al buon andamento dei collocamenti a medio lungo termine, il Tesoro ha potuto quindi proseguire anche nel 2015 con la riduzione dei quantitativi emessi con gli strumenti a più breve termine, già in atto da alcuni anni. Difatti, nel 2015 sono stati emessi 164.130 milioni di euro di BOT, rispetto ai 182.407 milioni del 2014, determinando una riduzione del 10% degli importi complessivi collocati. Le emissioni nette sono state negative sia per il titolo annuale (-7.299 milioni), sia per il semestrale (-3.123

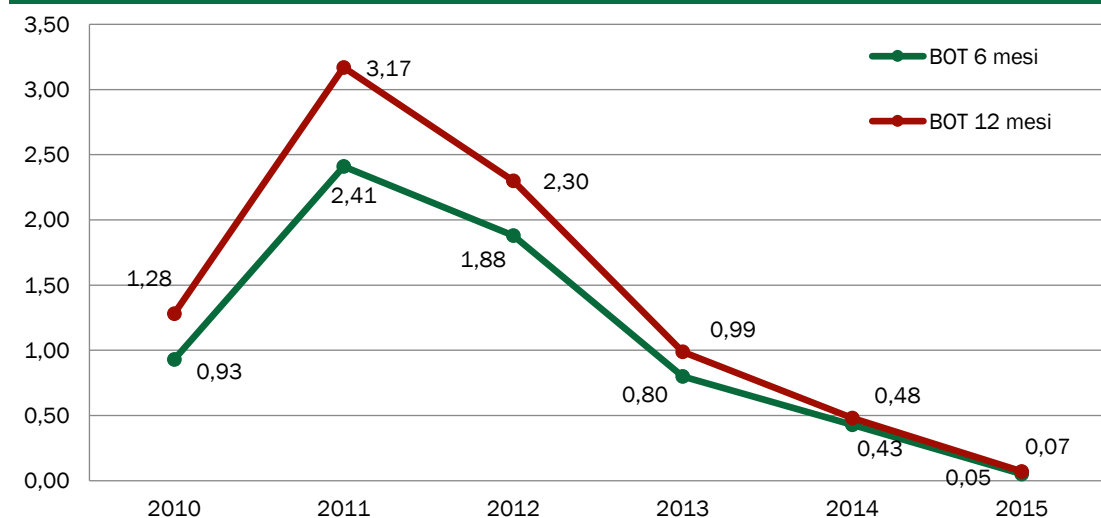
milioni), con una riduzione totale pari a circa 10.422 milioni. Nonostante il BOT a 12 mesi sia stato offerto per un quantitativo lievemente superiore rispetto al titolo semestrale (83.174 milioni contro 80.956 milioni), l'ammontare in circolazione del titolo annuale si è ridotto in misura superiore a causa del maggior volume di rimborsi su questa scadenza nel corso del 2015. In virtù delle elevate disponibilità liquide detenute dal Tesoro, nel corso dell'anno non si sono svolte aste di BOT trimestrali, né di BOT flessibili.

L'ammontare complessivo dei BOT in circolazione si è dunque ridotto di oltre 10 miliardi di euro, attestandosi a fine anno al 6,34% del totale dei titoli di Stato, in coerenza con l'obiettivo definito nel Decreto Cornice, che prevedeva una quota compresa tra il 4% e il 12%. Confrontando questo dato con quello degli anni precedenti, emerge ancora più chiaramente la strategia di riduzione del peso del comparto a breve termine sul totale dei titoli di Stato, anche al fine di conseguire l'allungamento della vita media del debito: a fine 2014 la quota dei BOT era infatti pari al 7,04%, rispetto all'8,19% del 2013 e al 9,22% del 2012.

La riduzione degli importi offerti ha contribuito a tenere su livelli elevati il rapporto di copertura delle aste (*bid-to-cover ratio*) che in media è stato di 1,74 per i BOT semestrali e di 1,70 per gli annuali, contro l'1,64 e l'1,65 dello scorso anno, ed ha bilanciato il minore interesse degli operatori per i titoli più brevi, in un contesto caratterizzato da rendimenti sempre più bassi.

Il 2015 si è infatti distinto per essere stato il primo anno in cui si sono registrati dei collocamenti di titoli di Stato a rendimenti negativi. Come detto, già dall'inizio dell'anno si era osservata una rapida discesa dei rendimenti, che hanno portato esattamente a zero il tasso medio ponderato dell'asta del titolo semestrale di aprile (dove per la prima volta ci sono state allocazioni a tassi sia positivi che negativi). Le aste successive hanno visto una leggera risalita dei rendimenti, su livelli di poco superiori allo zero, mentre una nuova decisa discesa è avvenuta negli ultimi mesi dell'anno, tanto che a novembre si sono registrati minimi storici sia per il titolo semestrale (-0,112%), sia per il BOT annuale (-0,030%).

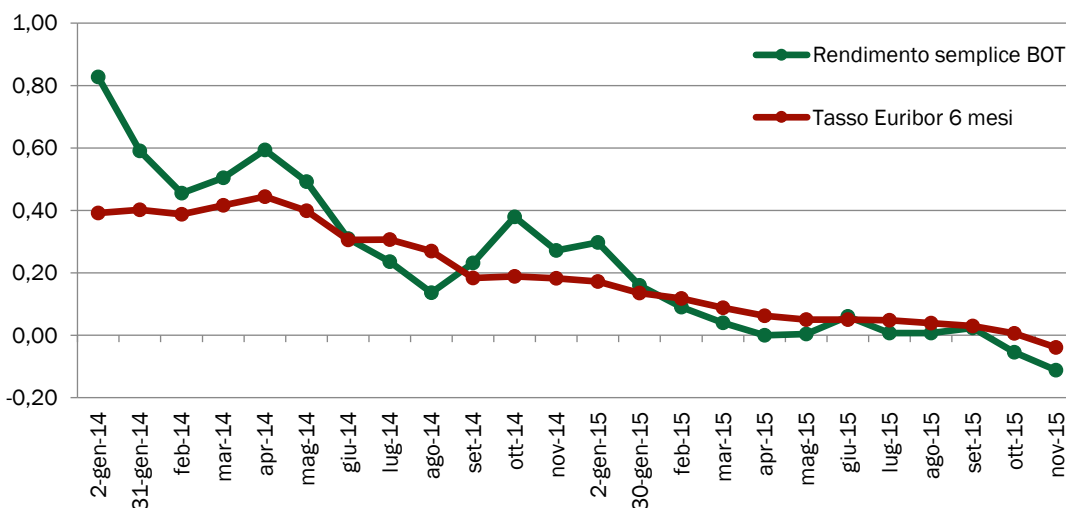
GRAFICO IV.2: TASSO ANNUO MEDIO DI AGGIUDICAZIONE IN ASTA DEI BOT A 6 E 12 MESI - ANNI 2010-2015 (tassi percentuali)



Tale dinamica è stata ovviamente agevolata dal proseguimento delle misure accomodanti di politica monetaria e dall'effetto indotto dal programma di acquisti di titoli di Stato della BCE, il quale - pur non riguardando direttamente gli strumenti a breve termine come i BOT - ha generato un progressivo abbassamento dei rendimenti anche sul mercato monetario. Come risulta dal precedente grafico, nel 2015 il tasso di interesse medio di aggiudicazione dei BOT in asta è risultato pari allo 0,07% per gli annuali ed allo 0,05% per i semestrali, confermando un trend discendente che continua senza interruzione dal 2011, oltre ad una accentuata compressione del differenziale di rendimento tra le due scadenze, ormai nell'ordine di pochi punti base.

La buona performance del comparto a breve termine dei titoli italiani è confermata dal confronto tra i rendimenti all'emissione e i tassi di mercato interbancario di pari scadenza osservati il giorno dell'asta sulla curva Euribor. Dal Grafico IV.3 si può osservare infatti come nel 2015 la curva del BOT semestrale giaccia quasi sempre sotto quella dell'Euribor a 6 mesi, visto che, ad esclusione delle due aste che regolano a gennaio e del collocamento di fine giugno, lo spread BOT-Euribor è stato sempre negativo.

GRAFICO IV.3: RENDIMENTO ALL'EMISSIONE DEI BOT SEMESTRALI E CONFRONTO CON IL TASSO EURIBOR – ANNI 2014-2015 (tassi percentuali)



Nota: Il grafico è costruito sulla base delle date di regolamento delle aste; le emissioni di fine dicembre regolano il primo giorno lavorativo dell'anno successivo.

CTZ

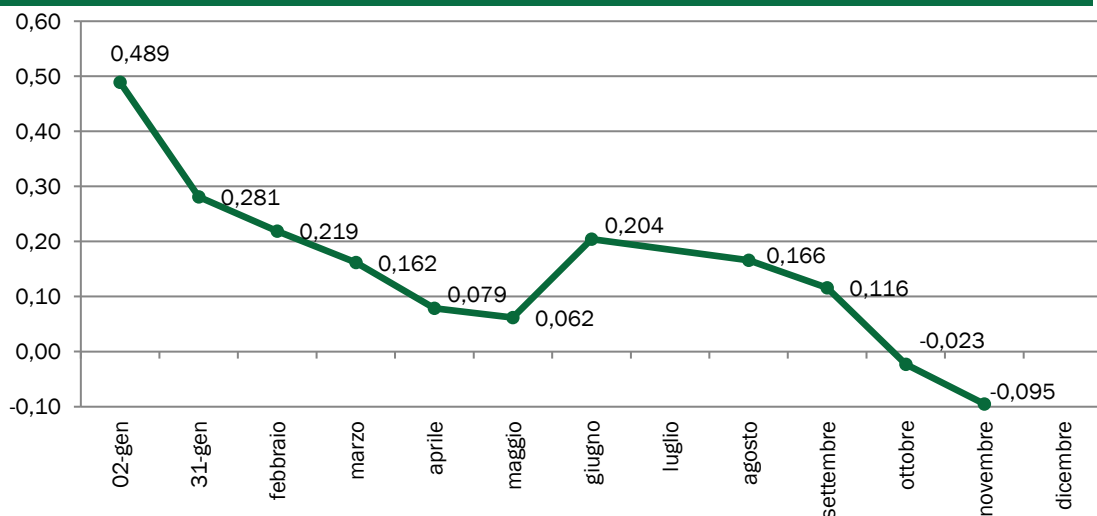
Nel comparto a 24 mesi, il Tesoro ha emesso 27.388 milioni di euro di CTZ, con una riduzione del 16,93% rispetto ai 32.969 milioni di euro collocati nel 2014. A fronte di un ammontare in scadenza di oltre 31 miliardi di euro (circa la metà dei titoli rimborsati l'anno prima), le emissioni nette sono risultate pari a -4.100 milioni di euro. Le passate scelte di emissione del Tesoro, cioè la riduzione degli importi complessivamente collocati in tale comparto e l'introduzione di un minor numero di titoli con scadenza 2015, hanno infatti permesso di alleggerire il volume totale

da rifinanziare nell'anno. Come per i BOT, nelle ultime due aste del 2015, i rendimenti all'emissione dei CTZ si sono attestati su minimi storici negativi.

Il circolante dei CTZ ha continuato a ridursi nel 2015 proporzionalmente alle emissioni nette. A fine 2015, i titoli CTZ a 24 mesi rappresentavano il 2,68% dello stock dei titoli di Stato, rispetto al 2,96% registrato alla fine del 2014. L'obiettivo quindi di ridurre la quota dei CTZ sullo stock del debito di fine 2015 rispetto al 2014 è stato pienamente raggiunto, restando ampiamente al di sotto della soglia massima del 6% fissata nel Decreto Cornice.

Il rapporto di copertura delle aste è stato sempre ampiamente soddisfacente, registrando un valore medio di 1,71 nelle aste fino ad ottobre e con un picco del tutto eccezionale verificatosi a fine novembre, pari a 5,25, quando le domande hanno raggiunto i 7.880 milioni a fronte di un'offerta massima di 1.500 milioni¹. Proprio in tale asta si è verificato il minimo assoluto nel rendimento di questo titolo, pari a -0,095%. Un primo valore negativo si era registrato a fine ottobre, ritornando per la prima volta al di sotto dei valori di maggio; infatti, per i CTZ il rimbalzo dei rendimenti di giugno è stato riassorbito molto più lentamente che nel caso dei BOT. Osservando il Grafico IV.4, si può notare che la riduzione dei rendimenti è stata particolarmente marcata da gennaio a maggio (quasi 43 punti base), mentre dopo il massimo relativo di giugno è risultata molto più graduale, accelerando poi verso la fine dell'anno.

GRAFICO IV.4: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI CTZ – ANNO 2015 (tassi percentuali)



Nota: Il grafico è costruito sulla base delle date di regolamento delle aste.

¹ Probabilmente dovuto ad un errore di uno dei partecipanti all'asta, che tuttavia è risultato ininfluenza per la determinazione del prezzo di aggiudicazione.

BTP

Nel comparto dei BTP nominali, le emissioni lorde sono state di 164.561 milioni di euro, al netto dei concambi, con una riduzione del 3,87% rispetto ai 171.184 milioni di euro collocati nel 2014. La quota di titoli a tasso fisso a medio-lungo termine (BTP) sul totale del debito si è attestata al 67,74%, pienamente all'interno dell'intervallo 55%-75% previsto dal Decreto Cornice.

Sui segmenti di scadenza più brevi del comparto BTP, cioè quelli a 3 e 5 anni, il Tesoro ha adottato una politica di riduzione delle emissioni sia in valore assoluto sia in rapporto al totale delle emissioni lorde, in linea con quanto previsto nelle Linee Guida e con la strategia illustrata nel Capitolo I. Le emissioni nette sono state pari a -13.996 milioni di euro nel comparto a 3 anni e a -17.785 milioni di euro nel comparto a 5 anni, a fronte anche di consistenti importi in scadenza.

Per quanto riguarda la scadenza di più recente inaugurazione, il BTP a 7 anni, che nel 2014 era stato integrato all'interno del programma mensile di aste affermandosi come *benchmark* sulla curva dei rendimenti italiana dopo il primo collocamento sindacato dell'ottobre 2013, le emissioni lorde sono state lievemente superiori rispetto a quelle del 2014, compensando la riduzione dei quantitativi offerti sulle altre tipologie di titoli più brevi.

Il BTP decennale ha confermato il suo ruolo di titolo di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali, per cui le emissioni lorde sono state mantenute in linea con quelle del 2014. Le emissioni nette sono, tuttavia, risultate pari a -5.896 milioni di euro, data la scadenza di due titoli con ampio circolante, per un importo complessivo di 44.945 milioni di euro.

Nei segmenti ultradecennali, il Tesoro ha garantito una presenza regolare e, mentre le emissioni totali sulla scadenza quindicennale sono risultate allineate a quelle dell'anno precedente, il comparto a 30 anni ha registrato un significativo incremento, passando da emissioni complessive (inclusi i titoli cosiddetti *off-the-run*) di 7.701 milioni del 2014 ai 14.391 del 2015. Ciò è stato anche agevolato dal fatto che, nei primi mesi dell'anno, sono stati emessi due nuovi titoli mediante collocamento sindacato, uno sul comparto a 15 anni e uno su quello a 30 anni.

Come noto, per il lancio di nuovi titoli caratterizzati da una maggiore complessità intrinseca dello strumento o da una domanda più settoriale, la metodologia di emissione adottata dal Tesoro consiste nella costituzione di un sindacato di banche appartenenti al gruppo degli Specialisti in titoli di Stato, guidate da quattro o cinque *lead manager* dell'operazione, mentre gli altri Specialisti partecipano in qualità di *co-lead manager*.²

Il buon tono del mercato di inizio anno, con le aspettative di un imminente annuncio di ulteriori misure di *Quantitative Easing* da parte della BCE, ha consentito di soddisfare la forte domanda di investitori istituzionali per titoli a lungo termine

² La scelta delle banche incaricate come *lead manager* di un'emissione sindacata si fonda su una molteplicità di fattori: in primo luogo la posizione nella graduatoria determinata in base alla performance complessiva dell'attività degli Specialisti, con riguardo a tutti i comparti di mercato primario e secondario; inoltre, le specifiche capacità di penetrazione nel segmento di mercato in cui si colloca la singola operazione; in terzo luogo, la qualità delle osservazioni formulate circa opportunità, modalità e tempistica dell'operazione e delle tecniche di *pricing* proposte per l'emissione. Ove compatibile col pieno successo dell'operazione, si applica in via residuale anche un criterio di rotazione.

con rendimenti meno compressi attraverso il lancio del nuovo *benchmark* trentennale.

Così, dopo avere garantito nel corso del 2014 una presenza continua con diverse riaperture del precedente titolo di riferimento (il BTP con scadenza 1° settembre 2044), il sindacato composto da Citigroup Global Markets Ltd., HSBC France, JP Morgan Securities PLC, Société Générale Inv. Banking e UniCredit S.p.A. in veste di *lead manager*, e dagli altri Specialisti in titoli di Stato come *co-lead manager* dell'operazione, ha curato nel mese di gennaio il collocamento di 6.500 milioni di euro del BTP 01/09/2014 - 01/09/2046, con cedola del 3,25%, regolato il 22 gennaio. La domanda complessiva è stata pari a 13,1 miliardi di euro, con la partecipazione di circa 275 investitori, fra cui quelli con un orizzonte di investimento di lungo periodo si sono aggiudicati circa il 28% dell'emissione, mentre il 45% del collocamento è stato sottoscritto da *fund manager*. Le banche hanno acquistato il 17% dell'emissione, gli *hedge fund* il 7%, mentre le imprese non finanziarie sono state aggiudicatrici del 2,5% dell'ammontare totale.

La partecipazione degli investitori è risultata estremamente diversificata dal punto di vista della provenienza geografica, con gli investitori domestici che hanno sottoscritto il 43,4% dell'emesso. Di rilievo è stata anche la quota sottoscritta dagli investitori provenienti da Regno Unito e Irlanda (20,8%), mentre, tra gli altri operatori europei, significativa è stata la partecipazione di Francia (6%), Germania e Austria (7,4%), Paesi scandinavi (6,5%), Penisola iberica (2,9%) e investitori svizzeri (1,4%). Al di fuori dell'Europa, notevole la componente degli investitori nordamericani, che hanno sottoscritto quasi il 10% dell'emissione.

GRAFICO IV.5: BTP 1 SETTEMBRE 2046 – DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE

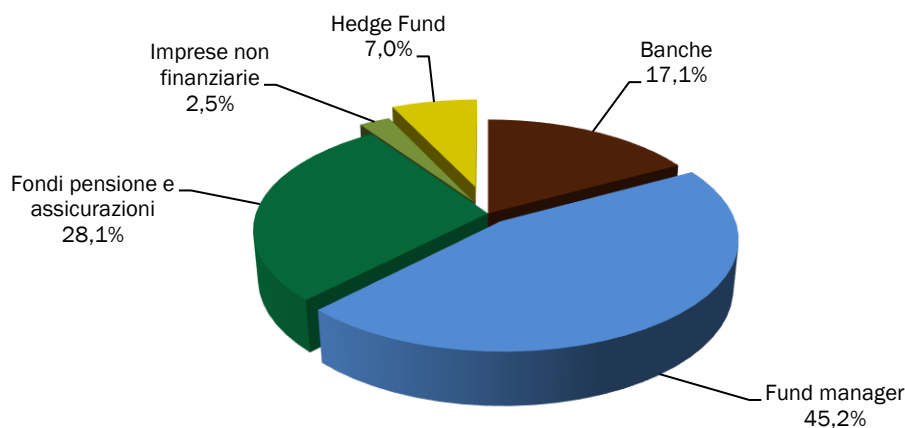
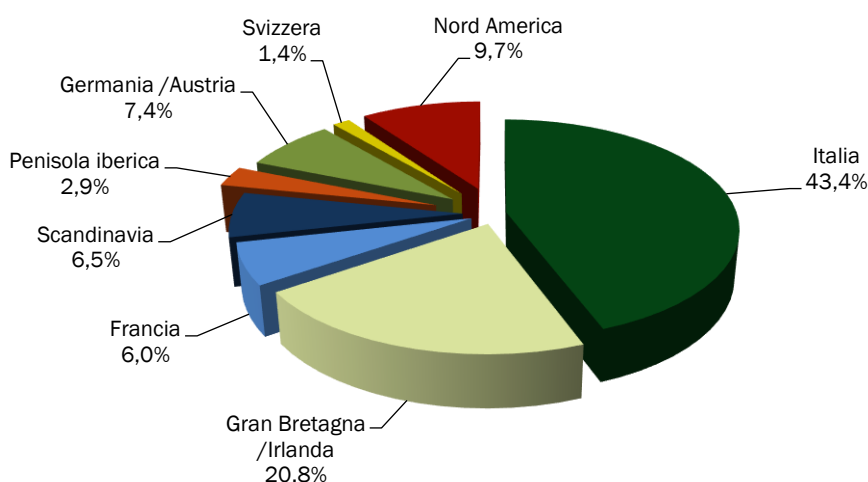
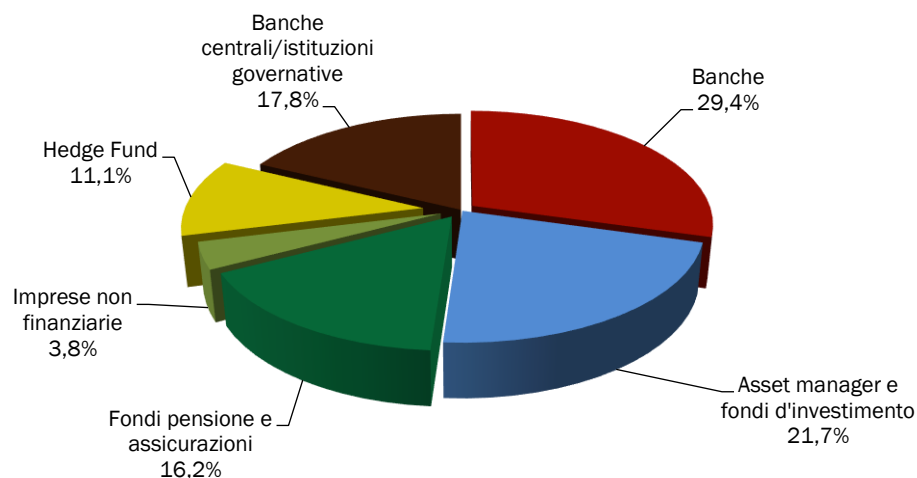
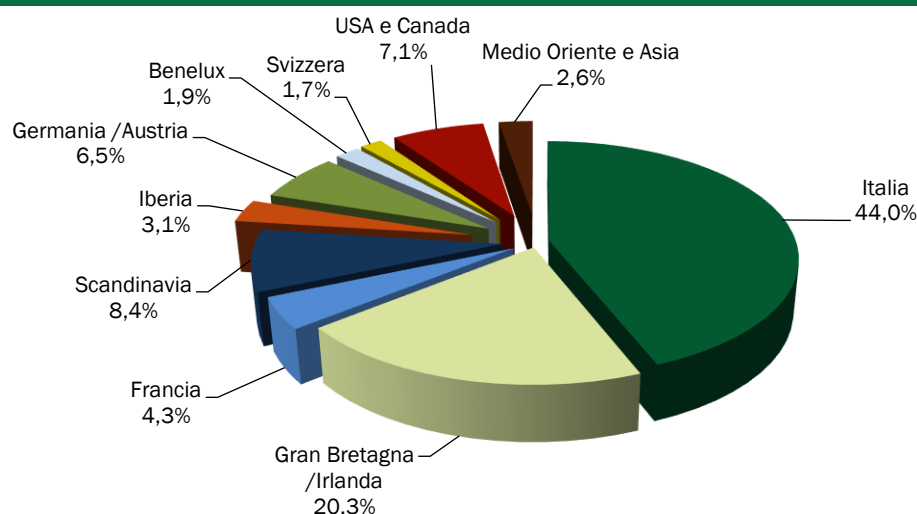


GRAFICO IV.6: BTP 1 SETTEMBRE 2046 – DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA



Sul segmento a 15 anni, dopo il lancio nel 2014 del BTP con scadenza 1° marzo 2030, che a febbraio 2015 aveva già superato i 16 miliardi di euro di circolante, sempre mediante collocamento sindacato, è stato lanciato il BTP 01/03/2015 - 01/03/2032, con cedola dell'1,65%, di cui sono stati emessi - con regolamento 24 marzo - 8.000 milioni di euro, a fronte di una domanda complessiva di oltre 16 miliardi di euro. Tale sindacato era composto da Barclays Bank PLC, Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, Goldman Sachs Int. Bank, Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. e Royal Bank of Scotland PLC che hanno partecipato in qualità di *lead manager*, mentre gli altri Specialisti in titoli di Stato sono stati coinvolti in qualità di *co-lead manager* dell'operazione.

La qualità degli investitori che hanno sottoscritto il titolo è risultata particolarmente soddisfacente: circa il 34% dell'emissione è stato collocato presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo, rappresentati per il 17,8% da banche centrali e istituzioni governative e per il 16,2% da fondi pensione e assicurazioni. Le banche si sono aggiudicate il 29,4% dell'ammontare complessivo, mentre ad *asset manager* e fondi d'investimento ne è stato assegnato il 21,7%. Infine, l'emissione è stata sottoscritta da *hedge fund* per una quota dell'11,1% e da imprese non finanziarie per il 3,8%. Anche la distribuzione geografica ampiamente diversificata ha confermato l'ampio interesse nei confronti del nuovo titolo. Infatti una quota significativa, pari al 44% dell'emissione è andata ad investitori domestici, mentre, per quanto riguarda gli operatori non residenti, il 20,2% è stato sottoscritto da investitori del Regno Unito e Irlanda e un'ampia quota è stata collocata in Europa continentale (25,8%), con una significativa presenza di Scandinavia (8,4%), Germania e Austria (6,5%), Francia (4,3%), Penisola iberica (3,1%), Benelux (1,9%) e Svizzera (1,7%). Al di fuori dell'Europa, gli investitori nordamericani si sono aggiudicati il 7,1% dell'emissione. Infine, il restante 2,6% è stato assegnato ad investitori residenti nel Medio Oriente ed in Asia.

GRAFICO IV.7: BTP 1 MARZO 2032 – DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE**GRAFICO IV.8: BTP 1 MARZO 2032 – DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA**

Per quanto riguarda il costo del finanziamento, i rendimenti all'emissione dei BTP nominali, che già nel corso del 2014 avevano fatto registrare un marcato calo su tutte le scadenze, nel 2015 sono ulteriormente scesi. Nel dettaglio, la diminuzione misurata dal rendimento medio ponderato è stata pari allo 0,68% per il titolo a 3 anni, allo 0,94% per il titolo a 5 anni, all'1,09% per il comparto a 7 anni, all'1,30% per il comparto a 10 anni, all'1,52% per quello a 15 anni e all'1,13% per quello a 30 anni. Complessivamente, il rendimento medio ponderato dei BTP *on-the-run* si è attestato all'1,31%.

I rapporti di copertura (*bid to cover ratio*) in asta sono stati ancor più soddisfacenti che nel 2014, risultando compresi fra il minimo di 1,28 - registrato nell'asta del BTP decennale di fine dicembre regolata nel primo giorno lavorativo del 2015, e il massimo di 2,35 riguardante il BTP 2032, collocato per 778 milioni nella tornata d'asta di metà giugno congiuntamente al BTP 2046 (assegnato per un importo di 947 milioni). In genere, a quantità offerte inferiori ha corrisposto un

rapporto di copertura più alto, ma si sono anche verificate aste con offerta di importo elevato in cui il *bid to cover ratio* è risultato sopra la norma, come accaduto a fine febbraio, quando sono stati aggiudicati 4.500 milioni del nuovo BTP decennale 1° giugno 2025 con un rapporto di copertura di 1,53 (e il giorno successivo è stata interamente collocata anche la tranche supplementare di 1.350 milioni riservata agli Specialisti).

GRAFICO IV.9: RENDIMENTI IN ASTA DEI BTP CON SCADENZA TRA 3 E 10 ANNI - ANNO 2015

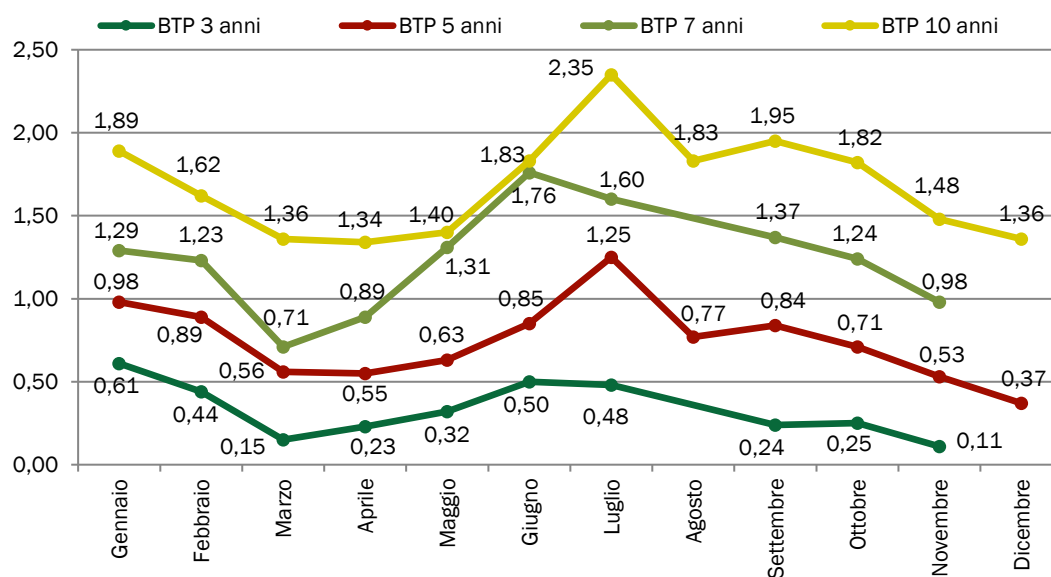
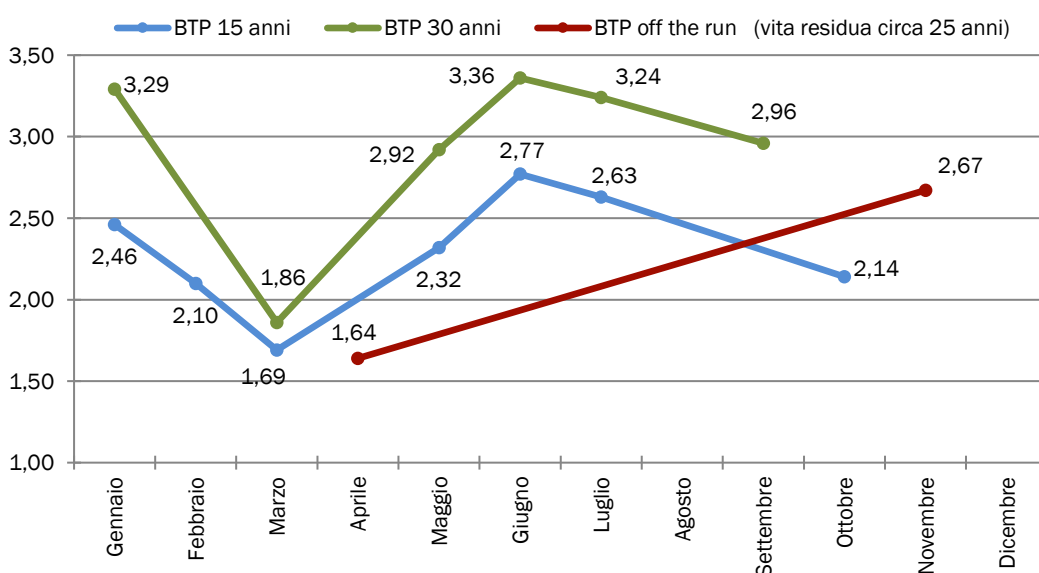


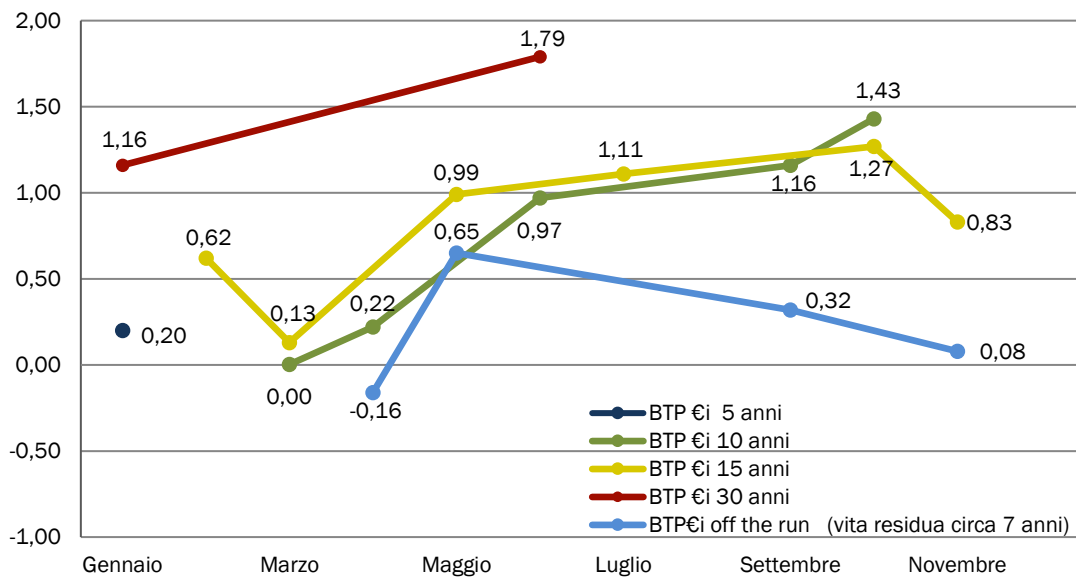
GRAFICO IV.10: RENDIMENTI IN ASTA DEI BTP A LUNGO TERMINE - ANNO 2015



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

Nel comparto indicizzato, il Tesoro ha collocato sia il BTP€i, titolo indicizzato all'inflazione europea (con esclusione dei prodotti a base di tabacco) e con rivalutazione del capitale corrisposta al momento dell'estinzione del titolo, sia il BTP Italia, lo strumento finanziario indicizzato all'inflazione italiana (Indice FOI, senza tabacchi - Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati), la cui rivalutazione in linea capitale viene corrisposta semestralmente in occasione dello stacco cedolare.

GRAFICO IV.11: RENDIMENTI REALI IN ASTA DEI BTP€i – ANNO 2015



Per quanto riguarda il BTP€i, l'offerta è stata concentrata sui titoli con durata pari o maggiore a 10 anni, anche in considerazione dell'andamento dell'inflazione europea. Solo in gennaio c'è stata un'emissione del titolo, originariamente quinquennale, con scadenza 15 settembre 2018.

Di particolare rilievo, nell'ultimo trimestre dell'anno, è stata l'apertura di una nuova linea nel segmento a 15 anni, necessaria in quanto il precedente benchmark aveva ormai una vita residua di soli 12 anni e non rappresentava più adeguatamente quel punto della curva dei rendimenti del comparto inflazione.

Pertanto, il 9 ottobre è stato emesso (con regolamento 14 ottobre) il nuovo BTP€i con godimento 15/09/2015 e scadenza 15/09/2032, che corrisponde una cedola reale annua dell'1,25%. Tale collocamento è stato effettuato mediante sindacato, costituito da cinque *lead manager*: Banca IMI S.p.A., BNP Paribas, Citigroup Global Markets Ltd., ING Bank N.V., Nomura Int. PLC, mentre i restanti Specialisti in titoli di Stato hanno partecipato in qualità di *co-lead manager*. A fronte di una richiesta superiore ai 9,3 miliardi di euro, sono stati assegnati 3.500 milioni di euro di cui il 52% a fondi d'investimento e *asset manager* e il 25% alle banche. Una quota superiore al 19% è stata collocata presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo (18% a fondi pensione e assicurazioni e 1,4% alle banche centrali), mentre la quota sottoscritta da *hedge funds* è stata del 2%. Hanno

partecipato anche imprese non finanziarie, sottoscrivendo circa l'1,4% dell'ammontare emesso.

La distribuzione geografica è stata ben diversificata: la quota collocata presso investitori domestici è stata di poco superiore al 34%, mentre gli investitori residenti nel Regno Unito si sono aggiudicati il 46% dell'emissione. Importante è stata poi la presenza di investitori nordamericani con una partecipazione che ha superato il 9%. Di rilievo anche le quote sottoscritte da investitori residenti in Francia (5,4%) e dagli investitori centro e nord-europei, soprattutto Germania e paesi Scandinavi, con una quota complessiva di circa il 4,5%.

GRAFICO IV.12: BTP€i 15 SETTEMBRE 2032 – DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE

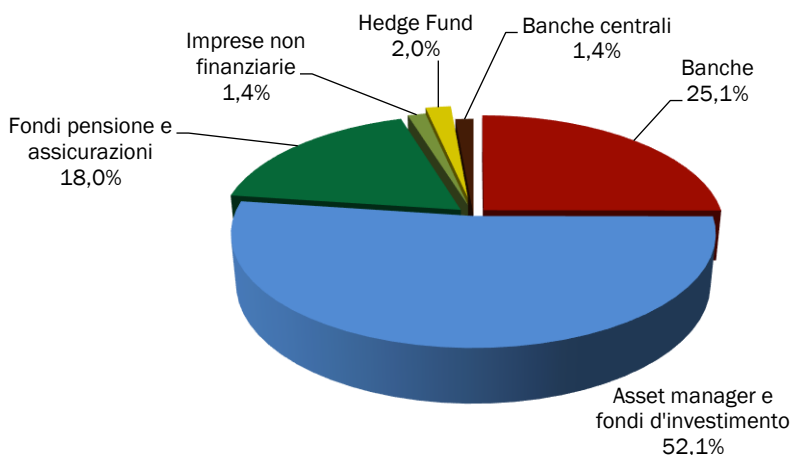
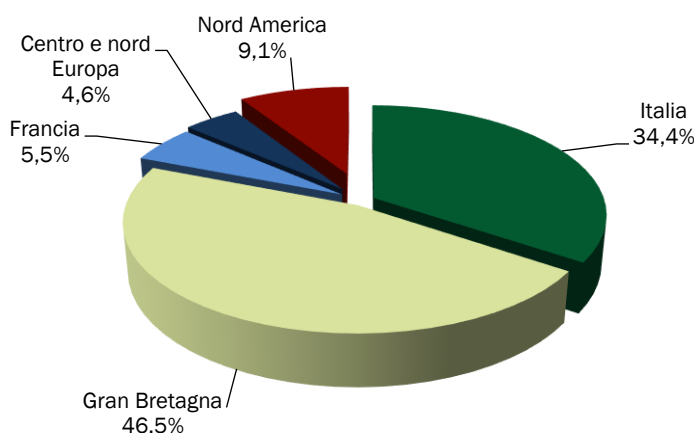


GRAFICO IV.13: BTP€i 15 SETTEMBRE 2032 – DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA



Complessivamente, in termini nominali, le emissioni lorde di BTP€i sono state pari a 13.097 milioni di euro, inferiori del 9,6% rispetto ai titoli collocati nel 2014, mentre non ci sono stati titoli in scadenza. Nel dettaglio, per quanto riguarda i titoli *on-the-run*, sono stati collocati 692 milioni nel comparto a 5 anni, 2.901 milioni nel

comparto a 10 anni, 6.872 milioni per la scadenza a 15 anni e 562 milioni su quella trentennale. Inoltre, c'è stata la riapertura di due titoli *off-the-run* con vita residua di 6 e di 8 anni rispettivamente per 921 milioni di euro e per 1.147 milioni di euro.

Durante il 2015, il circolante rivalutato per l'inflazione del BTP€i è aumentato di un importo pari a 13.645 milioni di euro e si è attestato a fine anno al 7,94% del totale dei titoli di Stato, rispetto al 7,31% registrato alla fine del 2014.

Per quanto riguarda l'inflazione italiana, nelle Linee Guida il Tesoro si era impegnato ad una sola emissione di BTP Italia, poiché nell'anno non vi erano scadenze di titoli indicizzati e, a meno di eventi eccezionali, l'obiettivo era quello di tenere sotto controllo l'esposizione complessiva all'inflazione. Tale emissione è stata effettuata in aprile, con regolamento il giorno 20, estendendo la scadenza del titolo a 8 anni.

È stato mantenuto il meccanismo di collocamento individuato nella seconda emissione del 2014, che divide l'operazione in due fasi: la prima, sviluppata nel corso dei primi tre giorni, riservata agli investitori *retail* o assimilati, per la quale si assicura il pieno soddisfacimento della domanda; la seconda, destinata agli investitori istituzionali, per la quale il Tesoro fissa un quantitativo massimo allocabile, operando un riparto proporzionale in caso di domanda in eccesso. In questo modo, per il BTP Italia con scadenza 20 aprile 2023, il cui tasso reale annuo definitivo è stato fissato a 0,50%, l'importo emesso è stato pari a 9.379 milioni di euro - di cui 5.379 assegnati nella prima fase e 4.000 nella seconda - corrispondenti al controvalore complessivo dei contratti di acquisto 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., *dealer* designati dell'operazione.

In dettaglio, nel corso della prima fase del periodo di collocamento dedicata agli investitori *retail*, che si è svolta dal 13 al 15 aprile, sono stati conclusi 75.374 contratti, di cui oltre il 45% di importo inferiore ai 20.000 euro, mentre i contratti fino a 50.000 euro hanno coperto il 75% di questa fase dell'operazione. Dal punto di vista delle caratteristiche degli investitori, si valuta che la quota del *private banking* (69%) sia stata superiore a quella degli investitori individuali strettamente intesi (31%). Per entrambe le categorie, si è trattato quasi esclusivamente di soggetti domestici.

Nella seconda fase del periodo di collocamento dedicata a investitori istituzionali, che si è aperta il 16 aprile alle ore 9 ed è stata chiusa 2 ore dopo, il numero delle proposte di adesione pervenute ed eseguite è stato pari a 687 per un controvalore emesso pari a 4.000 milioni di euro. Nel corso di questa fase, si stima che circa il 59% del controvalore sia stato collocato presso banche e istituzioni finanziarie, mentre gli *asset manager* ne hanno acquistato il 25%. La quota sottoscritta da assicurazioni è stata pari al 14%, mentre il resto del quantitativo emesso (circa il 3,3%) è stato assegnato a banche centrali e *corporation*. Come per la prima fase, preponderante è stata la presenza di investitori italiani, che hanno sottoscritto l'88% del nuovo titolo, ma si è anche registrata una non trascurabile partecipazione di investitori esteri, tra cui quote significative provenienti da Svizzera, Regno Unito, Francia e Paesi asiatici.

A fine 2015, lo stock dei BTP Italia è aumentato di 9.379 milioni di euro, raggiungendo il 5,72% del debito rappresentato da titoli di Stato del settore statale, rispetto al 5,30% registrato a fine 2014.

Nel complesso, il comparto indicizzato formato da BTP€i e BTP Italia ha totalizzato un ammontare rivalutato per l'inflazione pari a 247.821 milioni di euro, crescendo del 10,24% rispetto ai 224.797 milioni di euro del 2014. Tale aumento è essenzialmente conseguenza dell'assenza di scadenze. In termini percentuali, alla fine del 2015 tale comparto rappresentava il 13,66% del totale dei titoli di Stato, rispetto al 12,61% relativo all'anno precedente. Pertanto si è rimasti ampiamente sotto la soglia del 17% prevista dal Decreto Cornice mentre l'esposizione complessiva all'inflazione è aumentata in misura molto modesta.

CCTeu

Nel comparto del tasso variabile, nel corso del biennio 2013-2014 i CCTeu avevano fatto registrare costanti miglioramenti sia in termini di performance che di volumi scambiati sul mercato secondario, consentendo ai rendimenti di allinearsi gradualmente a quelli dei BTP nominali di scadenza equivalente. A fronte del crescente interesse degli investitori soprattutto domestici, istituzionali e *retail*, ma anche internazionali, il Tesoro già nel 2014 aveva aumentato l'offerta e allungato gradualmente la scadenza all'emissione dei nuovi titoli, all'interno del *range* tra i 5 ed i 7 anni, confermando la frequenza mensile dei collocamenti nelle aste di fine mese contestualmente alle emissioni di BTP nominali a 5 e 10 anni, per fornire la liquidità al mercato.

Nel 2015 si è consolidato il descritto processo di normalizzazione delle condizioni di mercato per il comparto, cosicché per i nuovi CCTeu aperti nel corso dell'anno è stato possibile ripristinare pienamente la scadenza settennale. Le aste hanno mantenuto la regolare frequenza mensile e le emissioni nette sono risultate pari a 2.461 milioni di euro, determinate da collocamenti lordi pari a 27.503 milioni di euro e dalla scadenza di due titoli per un totale di circa 25 miliardi di euro.

I rendimenti all'emissione sono scesi nel corso del 2015, toccando un minimo pari allo 0,51% nell'asta regolata il 1° dicembre, mentre un rialzo al di sopra dell'1% si è verificato a inizio luglio, in una fase di tensione sui mercati obbligazionari.

Il circolante complessivo dei CCT e CCTeu è aumentato di 2.030 milioni di euro nell'arco dei dodici mesi, tenuto conto anche delle operazioni di concambio descritte in seguito nel presente Capitolo. I titoli a tasso variabile, alla fine del 2015, si sono comunque attestati al 6,68% del totale del debito, con una minima limatura rispetto al 6,69% di fine 2014. Tale quota è rimasta ampiamente all'interno dell'intervallo 5%-10% previsto nel Decreto Cornice ed è coerente con la strategia annunciata di voler continuare a ridurla nel tempo, tenendo tuttavia conto delle condizioni di mercato.

Caratteristiche della domanda in asta per i BTP nominali in termini di tipologia di controparte

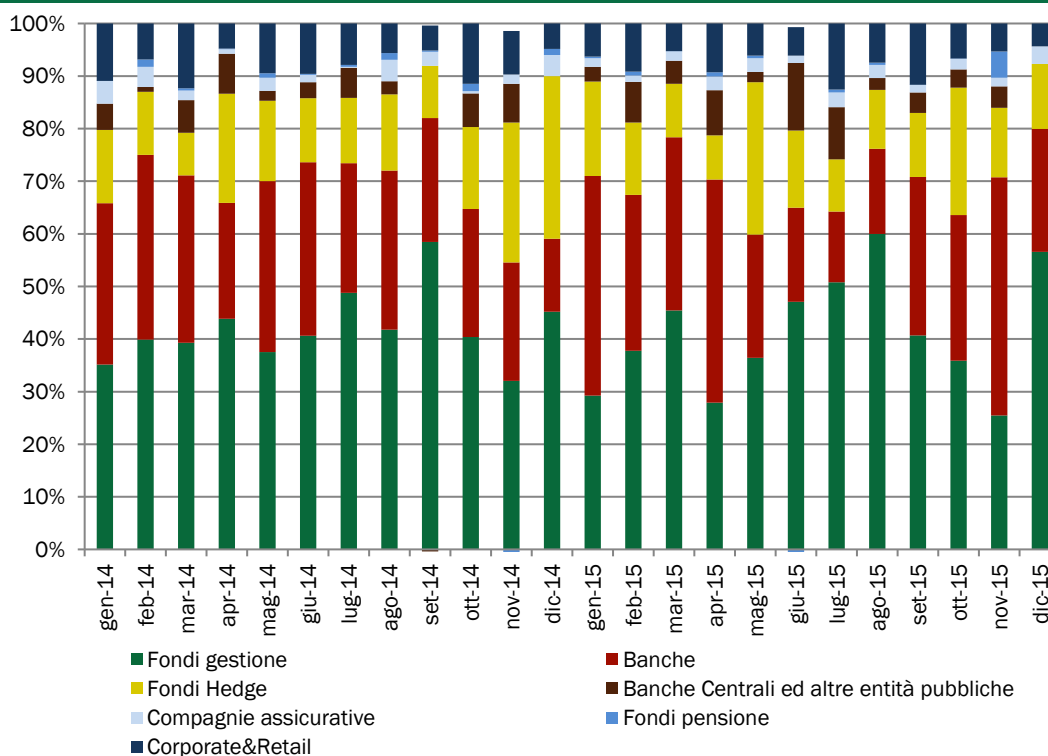
L'analisi dei flussi di scambio che gli Specialisti hanno avuto con la loro clientela nelle fasi che precedono e seguono i collocamenti via asta consente di cogliere le tendenze di fondo della domanda finale per i titoli di Stato durante il 2015 e di poter interpretare con maggiore cognizione di causa i risultati delle aste stesse. In questa sede ci si focalizza sulle aste dei BTP nominali. Gli Specialisti

infatti nel 2015 si sono aggiudicati il 99,40% dei volumi totali di BTP nominali emessi in asta.

Dal punto di vista della composizione per tipologia di investitori, banche, fondi di investimento e *hedge fund* si sono confermate le categorie quantitativamente più rilevanti.

I fondi di investimento hanno continuato a rappresentare in media circa il 40% della domanda in asta, ma nel 2015 la loro presenza è divenuta molto più volatile, per effetto dell'evoluzione dei mercati descritta nel Capitolo II.

GRAFICO IV.14: COMPOSIZIONE PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2014-2015



Dal Grafico IV.14 si può notare, ad esempio, come i fondi abbiano progressivamente incrementato la loro attività in asta nel primo trimestre per poi contrarsi in parte nei mesi di aprile e maggio quando il mercato ha osservato un'inversione di tendenza particolarmente significativa. Successivamente la domanda dei fondi è tornata a salire, nonostante le turbolenze legate alla trattativa tra UE e Grecia, per poi nuovamente contrarsi fino a novembre. Di fatto, se si eccettua il primo trimestre, quando probabilmente venivano accumulate posizioni lunghe sui titoli in attesa dell'avvio del QE da parte della BCE, durante il resto dell'anno il comportamento dei fondi in asta sembra essere stato significativamente guidato dal livello assoluto dei tassi.

Parzialmente complementare rispetto ai fondi è stata la presenza delle banche (in questa categoria si tiene conto degli ordini provenienti da *Primary Dealer*, banche di investimento, banche commerciali, da portafogli separati ed autonomi di banche partecipanti direttamente all'asta) che nel primo trimestre hanno anch'esse accumulato posizioni per poi divenire, da un lato, maggiormente prudenti nelle fasi

di volatilità e turbolenza e, dall'altro, più aggressive in acquisto nelle fasi di salita delle quotazioni. In media la partecipazione delle banche è stata intorno al 25%, quindi in linea con il 2014.

La partecipazione degli *hedge fund* è stata continua durante l'anno, in media pari al 15%, con punte rilevanti nei mesi di gennaio, febbraio, maggio e ottobre, tutti mesi contraddistinti da un mercato molto direzionale, al rialzo o al ribasso. Rilevante è stata la presenza delle banche centrali³ nei mesi di aprile, giugno e luglio, con una media sull'anno intorno al 3%.

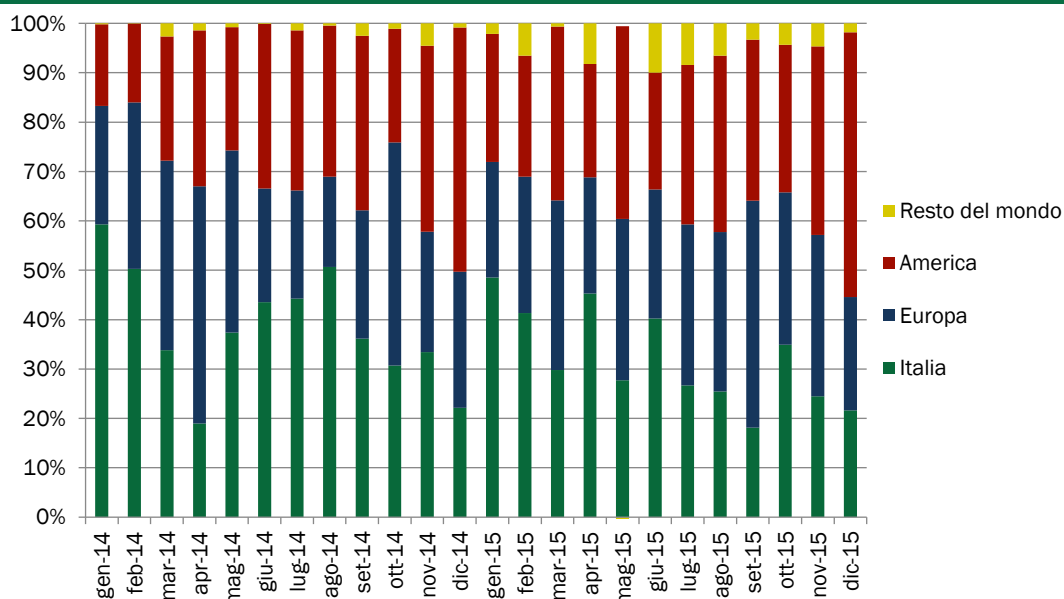
Marginale rimane la presenza in asta di fondi pensione e assicurazioni, mentre in alcuni mesi non è stata trascurabile quella di società non finanziarie (*corporate*) e degli investitori al dettaglio (*retail*). In media queste categorie si sono complessivamente aggiudicate circa il 2% dei volumi offerti in asta.

Caratteristiche della domanda in asta per i BTP nominali in termini di residenza geografica

Sebbene con dei picchi nei mesi di gennaio, aprile, giugno e ottobre, nel corso dell'anno la domanda proveniente da investitori domestici è andata progressivamente calando, in percentuale sulla domanda complessiva in asta. Questi investitori sono tuttavia tornati ad essere rilevanti nei mesi citati proprio per via della volatilità e delle tensioni che hanno caratterizzato quei periodi. In media la domanda domestica è stata pari al 33% del totale.

Specularmente quindi, al netto dei mesi di cui sopra, è aumentata la domanda estera, anche se in modo disomogeneo tra le diverse aree del mondo. Anche nel 2015, molto rilevante e continuo è stato il contributo proveniente dagli investitori nordamericani, che in media nell'anno ha raggiunto circa il 32% della domanda complessiva in asta; tale contributo è salito peraltro significativamente - in percentuale della domanda finale - nei mesi conclusivi dell'anno. Più instabile è stata la domanda proveniente da investitori residenti in Europa, che normalmente ha mostrato un profilo complementare a quella domestica. Durante l'anno, in media e al netto di escursioni non trascurabili, questa componente ha rappresentato circa il 30% del totale. Dalle altre aree del mondo è pervenuta una domanda pari in media al 5% del totale, con un picco rilevante nel mese di giugno e valori molto modesti nei mesi di gennaio, marzo, settembre e dicembre.

³ Questo dato non include ovviamente la BCE e le banche dell'Eurosistema in quanto, come noto, l'attività di QE non può essere svolta sul mercato primario.

GRAFICO IV.15: COMPOSIZIONE PER PROVENIENZA GEOGRAFICA DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2014-2015

Le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto

Come annunciato nelle Linee Guida per il 2015, il Tesoro ha continuato ad essere attivo sul fronte delle operazioni straordinarie, facendo particolare attenzione ad intervenire in situazioni di mercato favorevoli allo svolgimento delle stesse.

In dettaglio, il Tesoro ha svolto tre operazioni di concambio, nei mesi di aprile, luglio e settembre, con l'utilizzo del sistema telematico di negoziazione che consente di operare direttamente e in modo dinamico sulla piattaforma del mercato secondario regolamentato all'ingrosso (MTS). Con i concambi è stato possibile correggere alcune disfunzioni presenti sul mercato secondario - che potevano influire negativamente sulle emissioni e quindi sul costo del debito - oltre che rimodulare il profilo delle scadenze, evitando la concentrazione dei rimborsi in mesi particolarmente impegnativi e mitigando così il rischio di rifinanziamento.

Al riguardo, nella scelta dei titoli da riacquistare, il Tesoro ha preferito concentrarsi su BTP e CCT in scadenza negli anni più vicini. I titoli in emissione sono stati invece selezionati tra quelli che risentivano di una particolare pressione in termini di domanda sul mercato secondario (osservando anche l'andamento del comparto dei pronti contro termine). La scelta di titoli in emissione con prezzi più elevati e con scadenze più lunghe rispetto a quelli riacquistati ha consentito di perseguire ulteriori obiettivi, quali la riduzione del debito in termini nominali e l'allungamento della vita media.

Come detto, le tre operazioni di concambio del 2015 sono state tutte eseguite con il sistema telematico di negoziazione, divenuto da alcuni anni lo strumento privilegiato per questo tipo di operazioni. Nello specifico, sono stati offerti in emissione due BTP, uno con scadenza nel 2025 e l'altro nel 2030, e un CCTeu con scadenza nel 2020. Sul lato dei riacquisti, sono stati scelti titoli in area 2016-18, in prevalenza BTP (58% del totale acquistato), oltre a CCTeu e CCT (il restante 42%).

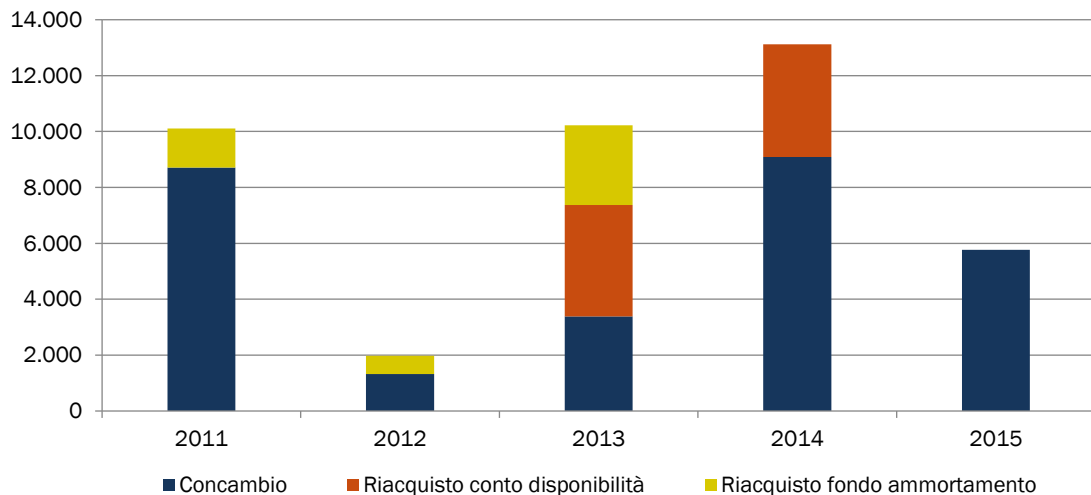
In ciascuna operazione di concambio, che per definizione è neutrale e non dà luogo a movimenti di cassa, i prezzi dei titoli in emissione - ampiamente sopra la pari e superiori ai prezzi dei titoli ritirati dal mercato - hanno determinato una riduzione dello stock nominale del debito, grazie al quantitativo riacquistato superiore all'importo nominale emesso (come risulta dalla successiva Tabella IV.1). Tale riduzione ammonta complessivamente a circa 534 milioni di euro.

TABELLA IV.1: RIEPILOGO OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 2015 (importi nominali in milioni di euro)

Data regolamento	Titolo emesso		Titoli acquistati		Ammontare emesso	Ammontare acquistato
	Tipologia	Anno scadenza	Tipologia	Anno scadenza		
21/04/2015	BTP	2025	BTP e CCTeu	2016 e 2017	1.663	2.069
21/07/2015	BTP	2030	BTP e CCTeu	2016, 2017 e 2018	1.574	1.693
18/09/2015	CCTeu	2020	BTP, CCT e CCTeu	2016, 2017 e 2018	2.000	2.009

Le operazioni straordinarie sopra descritte hanno consentito di riacquistare titoli di Stato in circolazione per un quantitativo totale di poco inferiore ai 5,7 miliardi di euro, rispetto ai circa 13 miliardi acquistati nel 2014, anno in cui era stata effettuata anche un'operazione di riacquisto. I minori importi che hanno interessato le operazioni del 2015 sono riconducibili anche alle diverse esigenze del Tesoro, che - grazie alle minori scadenze attese per il 2016 - non ha avuto la necessità di intervenire significativamente sul profilo dei rimborsi dei titoli di Stato. Inoltre, l'avvio del programma di *Quantitative Easing* sui titoli governativi da parte della BCE ha avuto effetti visibili sul mercato, rendendo talvolta più difficile la scelta di titoli da rimborsare; infatti, l'incremento della domanda ha richiesto di aumentare anziché ridurre gli importi in circolazione, al fine di continuare a garantire una buona liquidità a tutti gli strumenti.

Per tale motivo, come si evince dal successivo Grafico IV.16, nel corso dell'anno non si sono svolte operazioni di riacquisto di titoli sul mercato.

GRAFICO IV.16: AMMONTARE RIACQUISTATO NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE – ANNI 2011-2015 (importi nominali in milioni di euro)

Nel 2015 le risorse del Fondo di ammortamento dei titoli di Stato sono state invece utilizzate, nel mese di novembre, per il rimborso parziale a scadenza di un BTP, per un importo complessivo di 3.947 milioni di euro. Questa operazione ha contribuito alla riduzione del debito perché ha consentito di contenere i rimborsi che gravano sul Conto disponibilità, rendendo possibile il ricorso a minori emissioni nel corso dell'anno.

TABELLA IV.2: OPERAZIONI DI RIMBORSO A SCADENZA CON IL FONDO DI AMMORTAMENTO DEL 2015 (importi nominali in milioni di euro)

Data regolamento	Titolo rimborsato		Ammontare rimborsato
	Tipologia	Anno scadenza	
01/11/2015	BTP	2015	3.947

Tale operazione ha esaurito quasi integralmente le disponibilità del Fondo, che erano formate principalmente dai proventi derivanti dalla cessione di partecipazioni azionarie e dal versamento delle commissioni a fronte della garanzia statale sulle obbligazioni bancarie (D.L. 201/2011, art.8), nonché - in minore misura - dalle donazioni dei privati.

Titoli esteri

Al fine di diversificare la base di investitori istituzionali in titoli di Stato italiani e di ridurre i costi di emissione, il Tesoro può emettere titoli sui mercati internazionali sfruttando vari canali di emissione caratterizzati da documentazione standard internazionale: la carta commerciale o *Commercial Paper*, il *Global Bond Program* e il *Medium Term Note Program*. Il primo strumento è utilizzabile quale complemento all'emissione di BOT e caratterizzato da grande flessibilità, sia per durata che per importo e valuta. Il programma di *Global Bond* è diretto a investitori istituzionali di elevato profilo nel mercato del dollaro statunitense e molto

diversificati dal punto di vista della distribuzione geografica. Infine, l'estrema flessibilità dei titoli emessi sotto il *Medium Term Note Program*, in formato pubblico o privato, permette invece di raggiungere principalmente investitori europei ed asiatici, interessati a detenere in portafoglio titoli in euro o in valute diverse.

Commercial Paper

Nel corso del 2015 non sono state emesse *Commercial Paper*, tenuto conto dell'assenza di specifiche esigenze di cassa del Tesoro a brevissimo termine, nonché in coerenza con l'obiettivo di allungamento della vita media del debito e con il conseguente alleggerimento del comparto dei BOT, caratterizzato, come già detto, da emissioni nette negative per circa 10,4 miliardi di euro.

I programmi Global e MTN

Nel corso del 2015 le condizioni dei mercati finanziari hanno continuato a non consentire di effettuare alcuna emissione internazionale in formato *Global Bond*.

Sono stati invece effettuati sette piazzamenti privati sotto programma *MTN*, tutti denominati in euro ed eseguiti nel corso del primo semestre, uno dei quali indicizzato all'inflazione europea (indice armonizzato escluso tabacco - *HICP exTo*) con medesimo meccanismo di indicizzazione dei BTP€i.

Il titolo indicizzato all'inflazione europea è stato emesso con una scadenza di 28 anni, mentre per gli altri si è trattato di titoli a tasso fisso, con durate comprese tra i 12 e i 17 anni. Su tutte queste emissioni si è beneficiato di un arbitraggio di tasso rispetto alla curva dei rendimenti dei BTP e dei BTP€i di durata interpolata corrispondente, riducendo così il costo dell'indebitamento.

I volumi emessi, pari a 4 miliardi di euro, sono risultati ampiamente inferiori al limite del 30% delle emissioni nette previsto nel Decreto Cornice. Al 31 dicembre 2015, la consistenza effettiva dei titoli esteri dopo le operazioni di *swap* in valuta è risultata pari al 2,89% dello stock dei titoli, sostanzialmente inalterata rispetto al 2,80% registrato alla fine del 2014.

TABELLA IV.3: PIAZZAMENTI PRIVATI SOTTO PROGRAMMA MTN

Nozionale (mln €)	Data Regolamento	Scadenza	Tipo	Cedola
1.000	02/02/2015	02/02/2028	Nominale	1,862%
500	02/02/2015	02/02/2032	Nominale	2,192%
300	18/02/2015	18/02/2043	Inflazione	1,19%
500	05/03/2015	05/03/2029	Nominale	1,771%
500	05/03/2015	05/09/2032	Nominale	2%
500	06/05/2015	06/05/2028	Nominale	1,666%
700	22/05/2015	22/05/2027	Nominale	2,127%

IV.2 LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO DI DERIVATI

Come riportato con maggiore dettaglio nel seguito di questo Capitolo, il portafoglio dei derivati riferiti al debito comprende: i *cross currency swap* (CCS) a copertura delle emissioni denominate in valuta estera; gli *interest rate swap* (IRS) a copertura delle emissioni di titoli del programma MTN, denominati in massima parte in euro; infine le operazioni in euro finalizzate all'allungamento della *duration* e dell'*average refixing period* a copertura del rischio di rialzo dei tassi di interesse dell'intero portafoglio di debito: IRS, che in alcuni casi sono associati alla vendita di *receiver swaption*, e *receiver swaption stand-alone*, ossia non collegate a IRS preesistenti. Nel portafoglio sono inclusi gli IRS a copertura delle passività della società Infrastrutture S.p.A. oggetto dell'accollo da parte dello Stato disposto dalla legge finanziaria per il 2007.

Anche nel 2015, il valore del portafoglio dei derivati è rimasto marcatamente negativo, sebbene alla fine del 2015 abbia registrato un miglioramento rispetto alla fine del 2014, come si dirà meglio in seguito. Il valore negativo, nell'attuale fase di mercato, è l'inevitabile e diretta conseguenza della funzione assicurativa svolta da questi strumenti. Il portafoglio dei derivati è infatti usato dal Tesoro per contribuire a mitigare il rischio di tasso d'interesse del debito e concorre, pertanto, ad aumentare la quota dei tassi fissi a lungo termine sul portafoglio di debito complessivo, a livelli coerenti con le condizioni di mercato dei periodi in cui, nel corso degli anni, le operazioni sono state concluse. Un portafoglio di derivati così impostato necessariamente possiede una durata finanziaria e un *average refixing period* superiori a quelli del debito sottostante, tanto da aumentare i valori medi di questi indicatori di rischio riferiti all'intero portafoglio di debito (riducendo quindi il rischio) nelle misure che saranno analiticamente descritte nei paragrafi successivi, nonostante il valore percentualmente limitato del volume dei derivati rispetto allo stock dei titoli; d'altra parte però il livello estremamente depresso dei tassi d'interesse nel corso del 2015, nonostante la momentanea e modesta risalita osservata tra maggio e dicembre, ha inevitabilmente prodotto anche nel 2015 una valorizzazione negativa del portafoglio derivati.

Alla luce di questi sviluppi di mercato e degli obiettivi assegnati alla gestione del debito per il 2015, permanendo anche vincoli oggettivi legati alla regolamentazione bancaria e all'assenza di collateralizzazione, nel corso dell'anno si è intervenuti limitatamente alla ristrutturazione di una posizione preesistente, rappresentata da una *swaption* di nozionale pari a 3.500 milioni di euro.

Dato il protrarsi di una situazione di tassi di interesse eccezionalmente bassi, all'inizio del 2015 ulteriormente accentuata dalla reazione del mercato all'annuncio - da parte della BCE - del programma di acquisto di titoli di Stato dell'Area Euro, l'esercizio della *swaption* da parte della controparte contrattuale del Tesoro appariva certo e avrebbe dato origine ad uno *swap* di tasso d'interesse con scadenza decennale con inizio il 1° febbraio 2015, in cui il Tesoro avrebbe pagato un tasso fisso del 3,5325% e ricevuto l'Euribor a 6 mesi su un nozionale di 3,5 miliardi di euro.

Alla luce della nuova disciplina di registrazione delle partite finanziarie dettata da Eurostat in occasione dell'adozione del SEC 2010, si sarebbe originato (sia pure solo contabilmente) un debito aggiuntivo di circa 960 milioni di euro. Inoltre, in caso di attivazione dello *swap*, la spesa per interessi afferente a questa categoria, pur non producendo effetti sull'indebitamento netto di conto economico, in termini di esborsi finanziari effettivi sarebbe aumentata di circa 60 milioni di euro nel 2015 e di circa 120 nel 2016.

Tutto ciò considerato, si è quindi proceduto alla rimodulazione della posizione, riacquistando la vecchia opzione attraverso la vendita, per un valore di mercato equivalente, di quattro nuove *swaption*, ciascuna con un nozionale pari a 875 milioni (ossia un quarto dei 3.500 della vecchia opzione), e posponendone di due anni il relativo esercizio. Al tempo stesso, veniva estesa di cinque anni la durata degli *swap* sottostanti e venivano abbassati i relativi *strike* a un livello compreso tra il 3,20675% e il 3,2215%, in tal modo riducendo anche leggermente la probabilità di esercizio dell'opzione. Inoltre, mentre la *swaption* originaria aveva regolamento fisico (caso ordinario nell'operatività del Tesoro, vista la funzione di protezione contro il rialzo dei tassi che ha tradizionalmente ispirato l'utilizzo di questo tipo di opzioni), le quattro nuove opzioni, sempre di tipo *receiver*, sono caratterizzate da regolamento per cassa, condizione quest'ultima che ha reso possibile operare la rimodulazione stessa, in quanto ha alleggerito l'esposizione creditizia della controparte verso il Tesoro, rendendola disponibile alla rinegoziazione. Infine, il frazionamento della *swaption* originaria in quattro distinti contratti ha permesso di diluire nel tempo il regolamento delle operazioni nell'arco di qualche settimana, ottimizzando per il Tesoro le esigenze di tesoreria e i livelli di esecuzione delle operazioni.

Ove le nuove opzioni siano esercitate, partiranno quattro nuovi IRS a tassi di mercato correnti - che saranno dunque più bassi dei rispettivi *strike* - preservando così la funzione di allungamento della *duration* del debito.

In conclusione, con la ristrutturazione descritta si è perseguito il duplice obiettivo di evitare l'insorgenza di un debito contabile e di aumentare il livello di copertura del rischio di tasso d'interesse, impedendo al tempo stesso aggravii di spesa sul bilancio dello Stato nel biennio 2015-2016.

Su altre posizioni analoghe non è stato possibile intervenire efficacemente, per cui sono entrati in esercizio altri 5 *swap* originati da *swaption*, per un nozionale complessivo di 10.834 milioni di euro, che hanno generato un debito contabile di 3.644 milioni di euro.

IV.3 I RISULTATI DELL'ATTIVITÀ DI EMISSIONE E DI GESTIONE DEL DEBITO IN RELAZIONE AGLI OBIETTIVI

La composizione finale del portafoglio di emissioni dell'anno

Nel Capitolo I è stato illustrato il portafoglio di emissioni che il Tesoro si è proposto di porre in essere nel 2015, al fine di contenere il costo di finanziamento, gestire in modo efficace i rischi di tasso di interesse e di rifinanziamento nonché conseguire margini di efficienza superiori - dato un ampio numero di scenari futuri dei tassi di interesse e dell'inflazione - rispetto ad un insieme di altri possibili portafogli di emissione, considerati "realistici" sul piano della loro effettiva realizzabilità sul mercato.

Si ricorda che tale portafoglio, nel confronto con quello del 2014, prevedeva nel dettaglio:

- 1) Uguale peso delle emissioni BOT;
- 2) Un lieve incremento del comparto CTZ ed un ritocco al ribasso dei CCTeu;
- 3) Un ridimensionamento del comparto BTP a 3 e 5 anni;
- 4) Una sostanziale conferma del comparto BTP a 7 e 10 anni;
- 5) Un incremento significativo sul comparto BTP a 15 e 30 anni;
- 6) Una riduzione del segmento dei titoli indicizzati all'inflazione (sia italiana che europea).

Dall'analisi della Tabella IV.4 si possono trarre le seguenti conclusioni.

L'obiettivo BOT è stato pienamente centrato, in quanto la quota del 39,5% è esattamente uguale a quella del 2014.

Quanto ai CTZ, la quota sul portafoglio di emissioni è scesa, passando dal 7,1% al 6,6%, ma il flusso di emissioni nette è risultato comunque positivo, grazie anche al limitato volume di scadenze. Il valore dell'offerta è stato calibrato in maniera da mantenere la regolarità delle emissioni di questo comparto, pur in un contesto di generale ridimensionamento dello stesso, in termini di stock.

Il calo dei settori BTP a 3 e 5 anni è stato pienamente conseguito: il BTP 3 anni è passato dall'8,2% del 2014 al 7% del 2015; il BTP 5 anni dal 10% del 2014 all'8,1% del 2015; in entrambi i casi si è proceduto anche ad una riduzione dei volumi offerti al mercato in valore assoluto. Sono aumentati lievemente, in linea con quanto previsto dall'obiettivo di consolidamento del loro ruolo, i BTP a 7 e 10 anni, saliti rispettivamente dal 6,6% del 2014 al 7,5% del 2015 e dall'8,6% del 2014 al 9,8% del 2015; anche in valore assoluto le emissioni sulle due scadenze sono lievemente aumentate. Sono inoltre cresciuti, come desiderato - e quindi in modo significativo - i comparti BTP a 15 e 30 anni, sebbene le loro dimensioni siano ancora limitate all'interno del portafoglio complessivo di emissioni: il BTP 15 anni è passato dal 3,7% del 2014 al 4,5% del 2015, mentre il BTP 30 anni nello stesso periodo ha fatto un salto dall'1,6% al 3,5%. Anche in questo caso si è assistito ad una crescita delle emissioni in valore assoluto, soprattutto sul 30 anni, dove si è conseguito un sostanziale raddoppio dei volumi emessi.

Il peso delle emissioni di BTP€i è rimasto sostanzialmente invariato, intorno al 3,1%, mentre è sceso significativamente quello del BTP Italia, passato dal 6,1% del 2014 al 2,3%, grazie anche al dimezzamento del numero dei collocamenti (da due a uno).

L'obiettivo di ridurre le emissioni del comparto inflazione è stato quindi raggiunto, considerando che anche i volumi emessi in termini assoluti sono calati sul segmento dei BTP€i (da circa 14,5 miliardi di euro nel 2014 a circa 13,1 miliardi di euro nel 2015), ma soprattutto sul BTP Italia, dove si è passati dagli oltre 28 miliardi emessi nel 2014 ai 9,4 miliardi del 2015.

Sul fronte dei titoli esteri, sebbene non si sia tornati a emettere con formato pubblico, le emissioni sono aumentate grazie ad una serie di collocamenti effettuati all'interno del programma MTN con formato *private placement*, risultando tale strategia in linea con gli obiettivi di inizio anno. I titoli emessi, infatti, sono stati tutti a lungo termine; in particolare, vi è stata un'emissione da 300 milioni di un titolo indicizzato all'inflazione europea con scadenza febbraio 2043 (28 anni di durata), e sette titoli nominali di durata compresa tra i 12 e i 17,5 anni, taluni con cedola annuale e altri con cedola semestrale, per un importo complessivo di 3.700 milioni. Per tutti, inoltre, le condizioni di tasso sono risultate inferiori ai livelli osservati sul mercato secondario per BTP di pari caratteristiche.

Se si guarda quindi al portafoglio complessivo, si può affermare che, nonostante le criticità che hanno interessato il mercato dei titoli di Stato italiani anche nel 2015, l'obiettivo in termini di composizione del portafoglio in emissione è stato sostanzialmente raggiunto.

TABELLA IV.4: COMPOSIZIONE DELLE EMISSIONI 2013-2015 IN VALORE ASSOLUTO E PERCENTUALE AL LORDO DEI CONCAMBI (milioni di euro)

	Emissioni 2014	% sul totale	Emissioni 2015	% sul totale
BOT mini	0	0,0%	0	0,0%
BOT 3 mesi	0	0,0%	0	0,0%
BOT 6 mesi	91.934	19,8%	80.956	19,5%
BOT 12 mesi	90.472	19,5%	83.174	20,0%
Commercial Paper	481	0,1%	0	0,0%
Totale breve termine	182.887	39,5%	164.130	39,5%
CTZ	32.969	7,1%	27.388	6,6%
CCTeu	24.452	5,3%	29.503	7,1%
BTP 3 anni	38.046	8,2%	28.924	7,0%
BTP 5 anni	46.543	10,0%	33.729	8,1%
BTP 7 anni	30.411	6,6%	31.340	7,5%
BTP 10 anni	40.064	8,6%	40.712	9,8%
BTP 15 anni	16.933	3,7%	18.703	4,5%
BTP 30 anni	7.250	1,6%	14.391	3,5%
BTP€i 5 anni	4.170	0,9%	1.614	0,4%
BTP€i 10 anni	8.256	1,8%	4.048	1,0%
BTP€i 15 anni	1.536	0,3%	6.872	1,7%
BTP€i 30 anni	525	0,1%	562	0,1%
BTP Italia	28.071	6,1%	9.379	2,3%
Eestero	1.250	0,3%	4.000	1,0%
Totale medio-lungo termine	280.476	60,5%	251.164	60,5%
TOTALE	463.363		415.294	

La composizione dello stock dei titoli a fine anno

La composizione del debito per strumenti, considerando la totalità dei titoli di Stato sia domestici che esteri, in continuità con gli anni precedenti ha confermato la tendenza a una riduzione delle componenti a breve termine e a tasso variabile, a fronte di un aumento di quelle a medio e lungo termine e a tasso fisso.

Infatti, sul totale dello stock di titoli in circolazione, nel 2015 rispetto al 2014 c'è stata una riduzione di circa il 4% del peso delle emissioni sui comparti a breve e medio termine, considerando BOT, CTZ, BTP con scadenza a 3 e 5 anni e BTP€i con scadenza a 5 anni; mentre il peso delle emissioni sui comparti nominali e indicizzati all'inflazione a lungo termine, cioè con scadenze pari o superiori ai 10 anni, ha registrato un incremento di oltre il 4%.

Nella riduzione del comparto a breve-medio termine il ruolo dei BOT, in linea con gli obiettivi, è stato minimo, passando dal 7,04% di fine 2014 al 6,34% del 31 dicembre 2015. Analogo il discorso per i CTZ a 24 mesi, che sono scesi dal 2,96% di fine 2014 al 2,68% di fine 2015. La restante larga parte della riduzione del breve-medio termine si è registrata sui BTP con scadenza a 3 e 5 anni per oltre 3 punti percentuali. Quanto alla crescita delle scadenze a lungo termine, il ruolo preponderante è stato svolto dai segmenti BTP nominali a 15 e 30 anni.

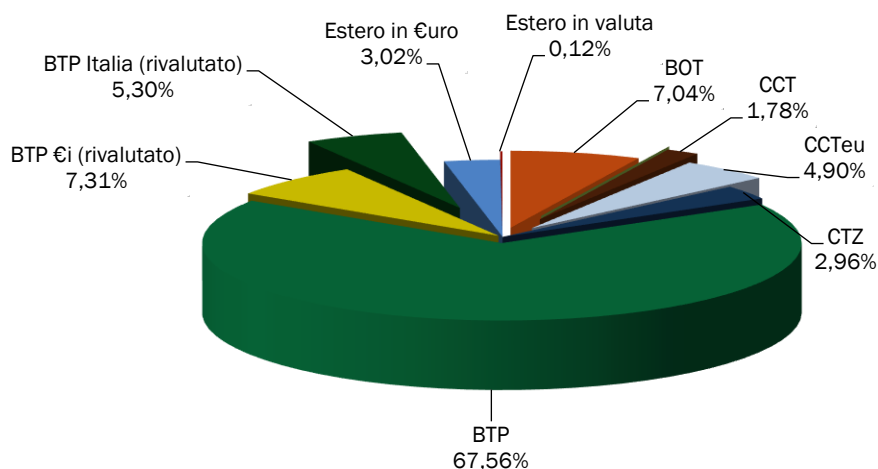
La componente a tasso variabile (CCT e CCTeu) si è attestata al 6,68% del debito, in marginale flessione, come da obiettivo, rispetto al valore registrato alla fine del 2014 (6,69%). Di converso lo stock di BTP nominali è marginalmente aumentato, passando dal 67,56% al 67,75% del totale. Anche nel corso del 2015, all'interno di questo comparto è aumentata la quota di titoli con vita residua superiore a 5 anni.

La componente parametrata all'indice di inflazione *HICP* europeo (BTP€i) ha registrato un lieve incremento rispetto al 2014 (da 7,31% a 7,94%, in termini rivalutati), così come la quota del BTP Italia (da 5,30% a 5,72%, sempre in termini rivalutati). Complessivamente, anche a causa dell'assenza di scadenze, il comparto dei titoli indicizzati all'inflazione nel 2015 è cresciuto circa dell'1% in rapporto al debito totale - dal 12,61% del 2014 al 13,66% di fine 2015 - in coerenza con le scelte di portafoglio del Tesoro, volte a garantire continuità alle emissioni su tutte le scadenze, pur mantenendo sotto controllo l'esposizione totale all'inflazione.

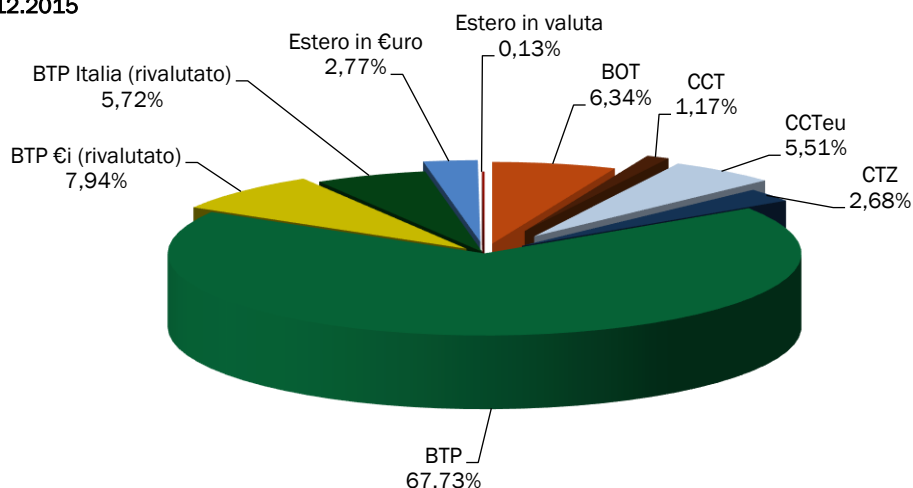
In continuità con gli ultimi anni, si è ulteriormente ridotta la quota estera sul totale del debito, passando dal 3,14% nel 2014 al 2,89% nel 2015.

GRAFICO IV.17: COMPOSIZIONE DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO AL 31 DICEMBRE 2014 E AL 31 DICEMBRE 2015

31.12.2014

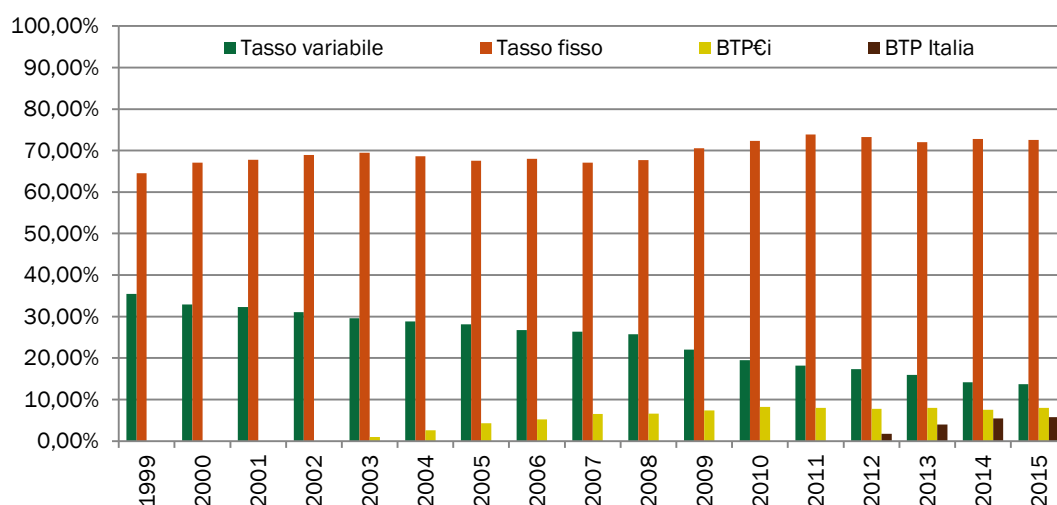


31.12.2015



Infine, sulla struttura dello stock del debito di fine 2015 hanno influito le operazioni di rimborso a scadenza a valere sul Fondo di ammortamento e di concambio descritte in precedenza.

Facendo riferimento al solo aggregato dei titoli di Stato domestici, il Grafico VI.18 descrive su un orizzonte temporale più lungo le tendenze illustrate: il progressivo decremento della componente a tasso variabile; la rilevanza strutturale e la tendenza all'aumento di quella legata al tasso fisso; la nascita nel 2003 e la stabilizzazione all'interno di una soglia dell'8% della componente legata all'inflazione europea; la nascita nel 2012, lo sviluppo negli anni 2013-14 e il consolidamento nel 2015 di quella legata all'indice di inflazione FOI italiano (BTP Italia).

GRAFICO IV.18: STRUTTURA DELLO STOCK DEI TITOLI DI STATO DOMESTICI

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

Le Tabelle IV.5 e IV.6 riportano le misure sintetiche dell'esposizione dello stock di titoli di Stato al rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento, che sintetizzano gli effetti delle scelte di politica di emissione effettuate nel corso del 2015. Da tali indicatori si osserva come l'incidenza di questi rischi risulti in linea con gli obiettivi illustrati nel Capitolo I.

TABELLA IV.5: VITA MEDIA DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO (in anni)

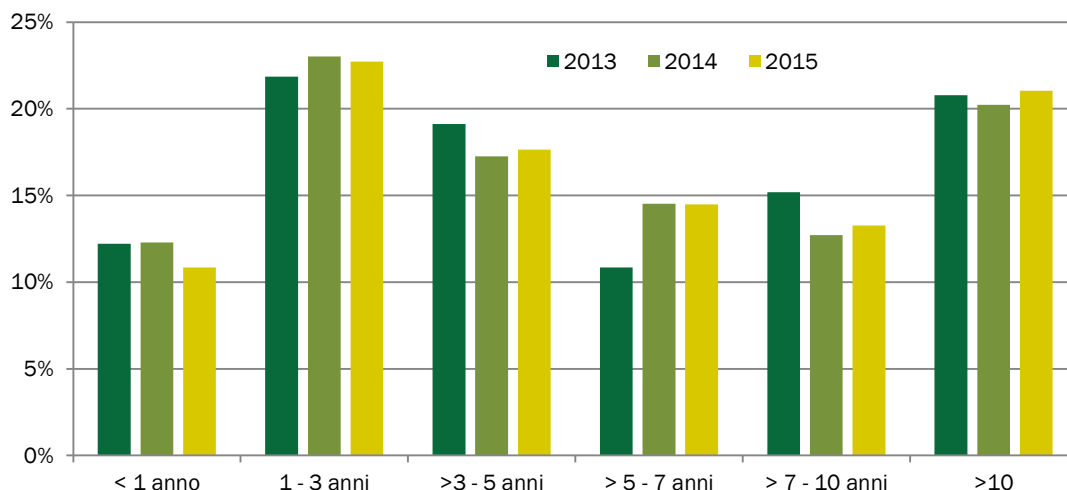
	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Titoli domestici	6,29	6,26	6,38
Titoli esteri	10,62	10,16	11,01
Stock di titoli di Stato	6,43	6,38	6,52

Con riferimento al rischio di rifinanziamento, va segnalato come la vita media complessiva di tutti i titoli di Stato al 31 dicembre 2015 sia risultata pari a 6,52 anni, un dato superiore a quello del 31 dicembre 2014 (6,38 anni). Nel 2015, pertanto, la vita media del debito, che si era ridotta a partire dal 2011 (rispetto al 2010) e sostanzialmente stabilizzata nel 2014, è aumentata.

Guardando all'evoluzione negli ultimi tre anni della struttura per scadenza dello stock di titoli di Stato (vedi Grafico IV.19), si osserva in primo luogo la riduzione dei titoli con scadenza inferiore a un anno. Sostanzialmente stabile la situazione da 1 a 7 anni, con un leggerissimo decremento del segmento da 1 a 3 anni, un incremento di analoga portata per classi di vita residua tra 3 e 5 anni e una situazione pressoché immutata per il segmento tra 5 e 7 anni. In leggera ma significativa crescita, invece, le scadenze comprese tra 7 e 10 anni e ancor più quelle dei titoli con vita residua di oltre i 10 anni. Tutto ciò rispecchia lo sforzo di contenimento del breve termine, la buona intonazione della domanda sul medio termine (che ha limitato le possibilità di moderare l'offerta tra 3 e 7 anni), il progressivo aumento delle emissioni a più lungo termine. Da segnalare, come fattori

che hanno contribuito all'incremento del segmento tra 7 e 10 anni, oltre alle maggiori emissioni di BTP nominali, l'allungamento a 8 anni del BTP Italia e il pieno ripristino della scadenza settennale per il CCTeu. Infine, le più cospicue emissioni fra 15 e 30 anni, sia nominali che indicizzate all'inflazione, hanno determinato l'ampliamento del segmento a più lunga scadenza, contribuendo a contrastare la pressione all'accorciamento della vita media esercitata dal rilevante stock di debito preesistente.

GRAFICO IV.19: SCADENZE PER CLASSI DI VITA RESIDUA ANNI 2013-2015



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.

Con riferimento invece al rischio di tasso di interesse, si nota come il valore della durata finanziaria (*duration*) dello stock di titoli di Stato al 31 dicembre 2015 sia ulteriormente aumentato rispetto a quello di fine 2014, passando da 5,26 a 5,48 anni, grazie alla politica di emissione e al livello generale dei tassi di interesse. Il relativo obiettivo esposto nel Capitolo I risulta pertanto raggiunto.

Per quanto riguarda l'*average refixing period*, nel corso degli ultimi mesi è stata affinata la metodologia di calcolo di tale parametro, per tenere conto delle indicazioni emerse in sede europea⁴. La metodologia concordata a livello europeo ha infatti determinato alcune variazioni nel calcolo dell'ARP, con un impatto più consistente sul comparto del debito estero.

Nella tabella IV.6 si riportano i valori dell'ARP con riferimento alla fine degli ultimi tre anni: per il 2013 e il 2014 i valori sono stati ricalcolati rispetto a quelli pubblicati lo scorso anno, per tener conto delle modifiche adottate. Questi interventi non hanno tuttavia alterato l'evoluzione degli indicatori di rischio nel corso degli anni e l'incidenza sul valore complessivo (riferito all'intero portafoglio) è limitata al secondo decimale.

⁴ E' stato istituito un gruppo di lavoro dal Sottocomitato dei gestori europei del debito pubblico (*European Sovereign Debt Markets - ESDM*), in risposta a una specifica richiesta da parte dell'Eurogruppo di ricevere un contributo analitico sulla gestione del debito nell'attuale contesto di tassi di interesse estremamente bassi. Tale contributo si è focalizzato sulla selezione di alcuni indicatori di rischio che gli Stati dell'Eurozona dovranno adottare e condividere. L'*average refixing period* (ARP) è appunto incluso tra gli indicatori di rischio selezionati.

L'ARP riferito allo stock di titoli di Stato è passato dai 5,30 anni di fine 2014 ai 5,41 di fine 2015, segnando quindi un incremento di questo indicatore e un'associata riduzione del profilo di rischio del portafoglio, anche in questo caso in linea con gli obiettivi descritti nel Capitolo I.

TABELLA IV.6: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2013-2015 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO ANTE DERIVATI (in anni)

	Duration			ARP		
	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Titoli domestici	4,73	5,25	5,45	5,35	5,30	5,39
Titoli esteri ante derivati	4,97	5,46	6,45	5,89	5,32	6,11
Stock titoli di Stato	4,74	5,26	5,48	5,37	5,30	5,41

La gestione del portafoglio di derivati nel corso del 2015 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 2015, portandola dal livello di 5,48 ante *swap* a quello di 6,06 post *swap*, con un incremento pari a circa sette mesi.

Analogamente a quanto illustrato nella Tabella IV.6 per lo stock dei titoli di Stato, alla fine dell'anno in esame la *duration* complessiva post-*swap* ha raggiunto i 6,06 anni, in aumento dai 5,90 anni registrati al 31 dicembre 2014. Confrontando il dato della *duration* di fine 2015 con quello di fine 2014 si registra quindi un incremento di circa due mesi, dovuto da un lato alle politiche di emissione dei titoli e di gestione in derivati del 2015 e, dall'altro, all'andamento dei tassi di interesse. Tale incremento è dunque simile guardando allo stock dei titoli di Stato sia ante che post derivati e segue quello di circa sei mesi registrato nel 2014.

Coerentemente, il portafoglio di derivati ha anche contribuito ad allungare l'*average refixing period* del debito: alla fine del 2015 l'ARP complessivo si è attestato a 6,05 anni, in crescita sia rispetto al valore ante *swap* 2015 di 5,41 (con un aumento di quasi otto mesi) sia rispetto al valore di 6,01 anni registrato al 31 dicembre 2014⁵.

⁵ Anche la metodologia di calcolo del contributo degli strumenti derivati alla *duration* e all'ARP del debito complessivo è stata ulteriormente affinata e uniformata ai criteri in corso di adozione in seno all'ESDM e tra i Paesi partecipanti all'Unione Europea. Alla luce di questa evoluzione, entrambi gli indicatori di rischio riferiti al debito complessivo (post *swap*) sono stati ricalcolati con riferimento al 31 dicembre 2013 e 31 dicembre 2014.

In precedenza invece i documenti programmatici, in particolare DEF e Programma di Stabilità, riportavano valori di *duration*, generati dal sistema informatico in dotazione alla Direzione del Debito Pubblico, impostati in base a un criterio di separazione del portafoglio derivati rispetto a quello dei titoli. In tal modo veniva sottostimato l'impatto effettivo del portafoglio derivati sulla *duration* complessiva - che è ovviamente una media ponderata della *duration* dei singoli strumenti - poiché si trascurava la funzione di copertura (puntuale o di portafoglio) delle operazioni derivate in essere, sommando a denominatore i valori di titoli e derivati.

In relazione alle finalità del presente Rapporto, le modalità di calcolo sono state riviste e uniformate ai criteri in corso di adozione tra i Paesi dell'Unione Europea, al fine di rappresentare l'effettivo impatto del portafoglio derivati sullo stock del debito dal punto di vista della copertura del rischio di tasso.

TABELLA IV.7: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2013-2015 RELATIVAMENTE AI TITOLI DI STATO POST DERIVATI (in anni)

	Duration			ARP		
	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Titoli domestici post derivati	5,42	5,91	6,04	6,08	6,01	6,04
Titoli estero post derivati	5,22	5,64	6,55	6,43	5,76	6,50
Titoli di Stato post derivati	5,42	5,90	6,06	6,09	6,01	6,05

Il *mark to market* del portafoglio di derivati è risultato negativo per 37,1 miliardi di euro al 31 dicembre 2015 e per 42,6 miliardi di euro al 31 dicembre 2014. Prendendo in considerazione solo i derivati riferiti al debito⁶ (vedi Tabella IV.9), il valore di mercato è stato negativo per 42 miliardi di euro alla fine del 2014 e per 36,7 miliardi di euro alla fine del 2015.

Il *mark to market* dello stock di titoli di Stato senza derivati nello stesso periodo è passato dai circa 2.027,2 miliardi di euro del 2014 ai 2.086,3 miliardi di euro a fine 2015. Come evidenziato nella Tabella IV.8, la differenza tra il valore di mercato e il valore nominale dello stock dei titoli di Stato, di circa 245 miliardi di euro alla fine del 2014, è stata pari a circa 272 miliardi di euro alla fine del 2015, con un incremento di circa 27 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Quindi l'incremento del valore di mercato dei titoli di Stato, pari a circa 59 miliardi di euro, è attribuibile per circa 32 miliardi di euro alla variazione dello stock di titoli e per i restanti 27 miliardi di euro all'andamento dei tassi di interesse.

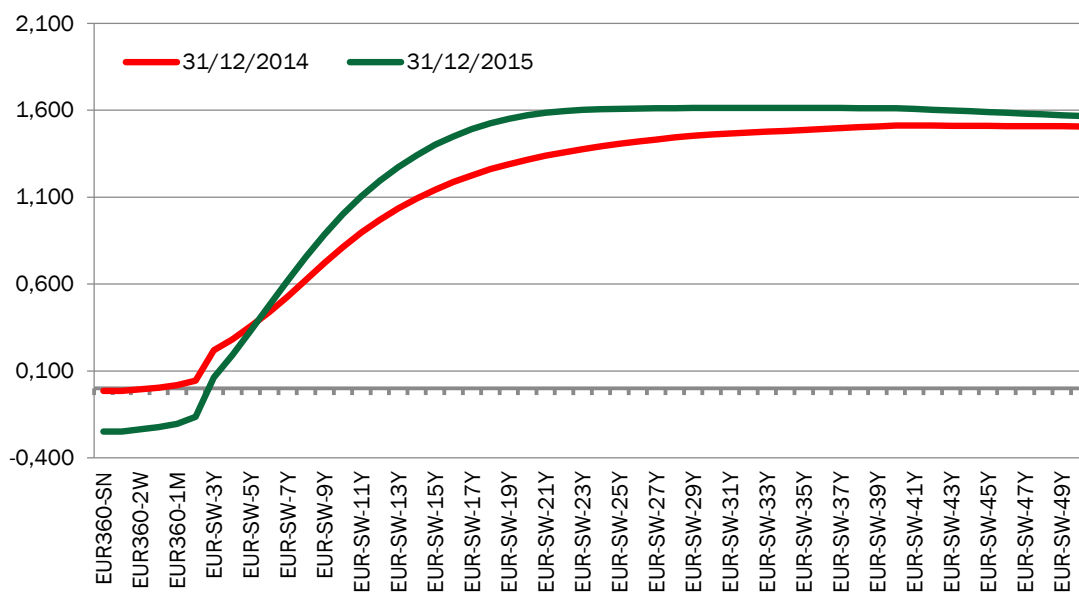
TABELLA IV.8: ANDAMENTO DI MERCATO STOCK TITOLI DI STATO

	MTM	Valore nominale	MTM – Valore nominale
31/12/2015	2.086.319	1.814.445	271.874
31/12/2014	2.027.152	1.782.233	244.919
Variazione	59.167	32.212	26.955

Confrontando l'andamento del valore di mercato del portafoglio derivati e quello dello stock di titoli tra la fine del 2014 e la fine del 2015, si osserva che i due valori si sono mossi in senso inverso: a fronte di una riduzione di circa 5,5 miliardi di euro del valore di mercato del portafoglio derivati, infatti, il valore di mercato dello stock di titoli, al netto della variazione in termini nominali, è aumentato, come già evidenziato, di circa 27 miliardi. Il diverso andamento è riconducibile alle curve dei tassi di interesse di riferimento: mentre la curva *swap* del 31/12/2015, rispetto a quella del 31/12/2014, è più alta in media di circa 23 punti base nel tratto a lungo termine (da 10 a 30 anni) e di circa 10 punti base nel tratto superiore ai 30 anni (cfr. Grafico IV.20), quella dei tassi di interesse governativi italiani si è ridotta di circa 30 punti base sul segmento decennale e di circa 54 punti base in media nel segmento tra i 15 e i 30 anni. In altre parole, nel confronto tra la fine del 2014 e la fine del 2015, la riduzione della componente che remunera il rischio di credito, insita nei rendimenti governativi, è determinante per spiegare i diversi andamenti di titoli e derivati.

⁶ Si escludono in questo caso i contratti derivati stipulati con riferimento ai mutui attivi ai sensi della Legge finanziaria per il 2005.

GRAFICO IV.20: CURVE DEI TASSI SWAP IN EURO



Nella successiva Tabella IV.9 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-ISPAs” ricomprende tutti i contratti derivati associati alle passività della società 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 IV.9: PORTAFOGLIO STRUMENTI DERIVATI – ANNI 2014 E 2015 (milioni di euro)

	31/12/2014				31/12/2015			
Strumenti derivati su debito								
Strumento	Nozionale	In %	MTM	In %	Nozionale	In %	MTM	In %
IRS ex-ISPA	3.500	2,19%	-1.524	3,62%	3.500	2,32%	-1.375	3,75%
CCS (Cross Currency Swap)	21.329	13,37%	1.093	-2,60%	13.771	9,13%	1.570	-4,28%
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	12.309	7,71%	643	-1,53%	10.338	6,85%	665	-1,81%
IRS (Interest Rate Swap) di duration	102.948	64,51%	-33.087	78,66%	108.282	71,76%	-31.527	86,01%
Swaption	19.500	12,22%	-9.188	21,84%	15.000	9,94%	-5.988	16,34%
Totale derivati su debito	159.586	100,00%	-42.064	100,00%	150.891	100,00%	-36.655	100,00%
Titoli di Stato in circolazione		1.782.233			1.814.445			
Derivati su debito/Titoli di Stato		8,95%			8,32%			

Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)

Strumento	Nozionale	MTM	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	3.454	-586	2.899	-448

Portafoglio strumenti derivati complessivo

Strumento	Nozionale	In %	MTM	In %	Nozionale	In %	MTM	In %
Derivati su debito	159.586	97,88%	-42.064	98,63%	150.891	98,11%	-36.655	98,79%
Derivati su attivi	3.454	2,12%	-586	1,37%	2.899	1,89%	-448	1,21%
Totale strumenti derivati	163.040	100,00%	-42.649	100,00%	153.790	100,00%	-37.103	100,00%

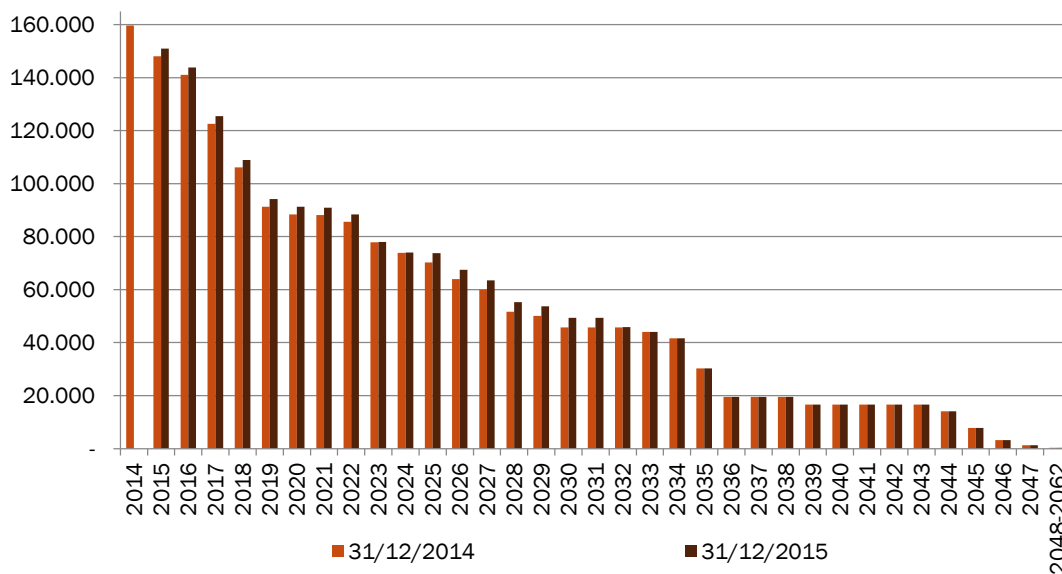
N.B.: Il valore di mercato (MTM) non include le elaborazioni statistiche operate dalla Banca d'Italia al fine della pubblicazione dei conti finanziari.

In dettaglio, nel corso del 2015, sono scaduti otto *CCS* a seguito della scadenza di corrispondenti emissioni denominate in valuta estera. Il nozionale complessivo espresso in euro di queste otto operazioni era pari a 7.558.056.834. Degli *IRS* di copertura dei titoli esteri emessi sotto programma di *Medium Term Note*, nel corso dell'anno sono scadute due operazioni (una in euro e una in franchi svizzeri), per un nozionale complessivo in euro pari a 2.033.625.427. In merito agli *IRS* e alle *swaption* di macro-copertura del rischio di rialzo dei tassi dell'intero portafoglio, nel corso del 2015 sono scaduti due *IRS*; mentre cinque *IRS* sono stati invece generati dall'esercizio di *swaption* avvenuto nel corso del 2015 e una *swaption* con nozionale di euro 3.500.000.000 è stata ristrutturata, come ampiamente dettagliato in precedenza in questo Capitolo. I due *IRS* scaduti avevano un nozionale complessivo pari a euro 2.000.000.000. I cinque *IRS* sorti a seguito dell'esercizio di *swaption* hanno un nozionale complessivo pari a euro 10.834.000.000.

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 31/12/2014 e dal 31/12/2015 fino all'ultima scadenza del portafoglio (2062),

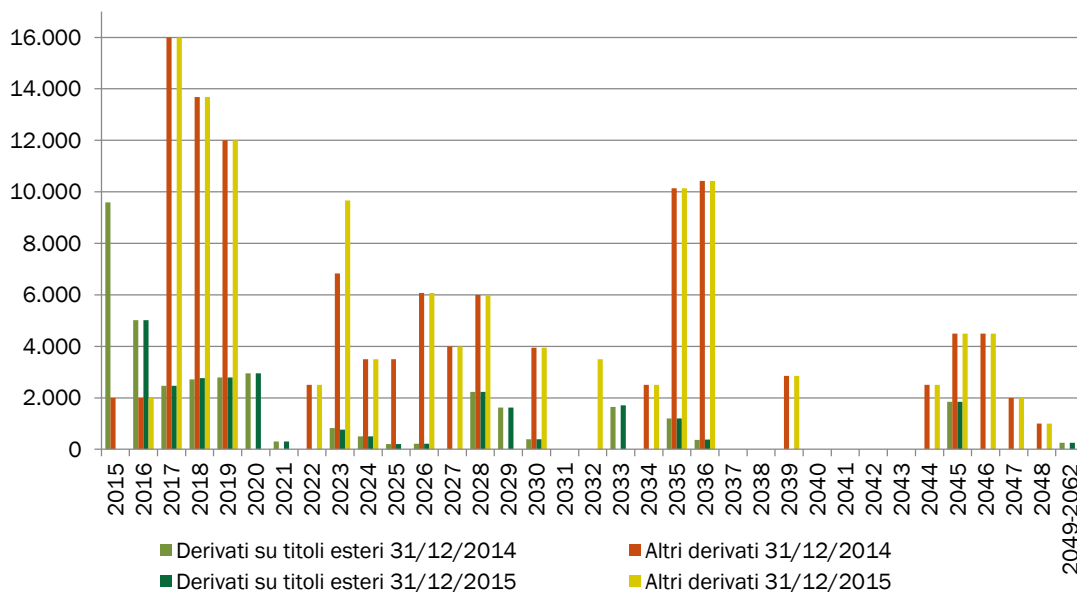
nell'ipotesi di esercizio di tutte le *receiver swaption* presenti in portafoglio. Dopo l'anno 2048, l'ultimo in cui si registra la scadenza di un *IRS* con un nozionale di dimensioni rilevanti (un miliardo di euro), rimarrà solo una posizione riferita a un titolo del programma *MTN*, con un nozionale di 250 milioni di euro, che scadrà appunto nel 2062. Gran parte delle scadenze, in termini di nozionale, si concentrano nei primi anni, fino al 2019.

GRAFICO IV.21: EVOLUZIONE PROSPETTICA DEL NOZIONALE DEL PORTAFOGLIO DERIVATI NELL'IPOTESI DEI ESERCIZIO DELLE SWAPTIONS (milioni di euro)



Nota: Nel confronto tra il 31/12/2014 e il 31/12/2015, l'incremento del nozionale nel periodo dal 2015 al 2023 si riferisce a un contratto già in essere alla data del 31/12/2014. Si tratta di una *swaption* con nozionale pari a euro 2.834.000.000 associata a un *IRS* preesistente, che, in un'ottica di portafoglio, non produceva un nozionale aggiuntivo. Al momento dell'esercizio della *swaption* le regole di contabilizzazione Eurostat hanno portato a registrare il nozionale di entrambi gli *IRS*, quello preesistente e quello generato dall'esercizio della *swaption*, ancorché finanziariamente si neutralizzano a vicenda. La ristrutturazione descritta nella sezione IV.2, invece, spiega la differenza di nozionale nell'arco temporale tra il 2025 e il 2032.

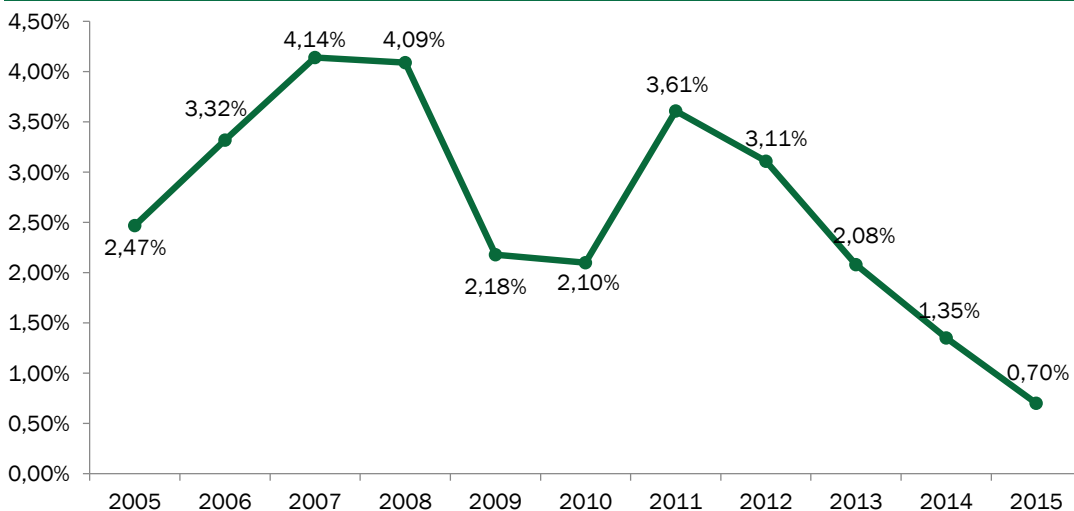
GRAFICO IV.22: STRUTTURA PER SCADENZA DEL PORTAFOGLIO DERIVATI NELL'IPOTESI DI ESERCIZIO DELLE SWAPTION (milioni di euro)



Il costo del debito

Il costo medio ponderato delle nuove emissioni nel 2015 è sceso ulteriormente portandosi allo 0,70%, dall'1,35% del 2014. La discesa dei tassi di mercato, illustrata nel Capitolo II, ha quindi più che compensato il graduale ribilanciamento delle emissioni verso scadenze più lunghe, che normalmente presentano tassi all'emissione più elevati.

GRAFICO IV.23: COSTO ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO - ANNI 2005-2015



Il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi di cassa generati dai titoli di Stato nell'anno t sullo stock di titoli di Stato dell'anno $t-1$ è stato pari al 3,39% nel 2015 rispetto al 3,70% dell'anno precedente.

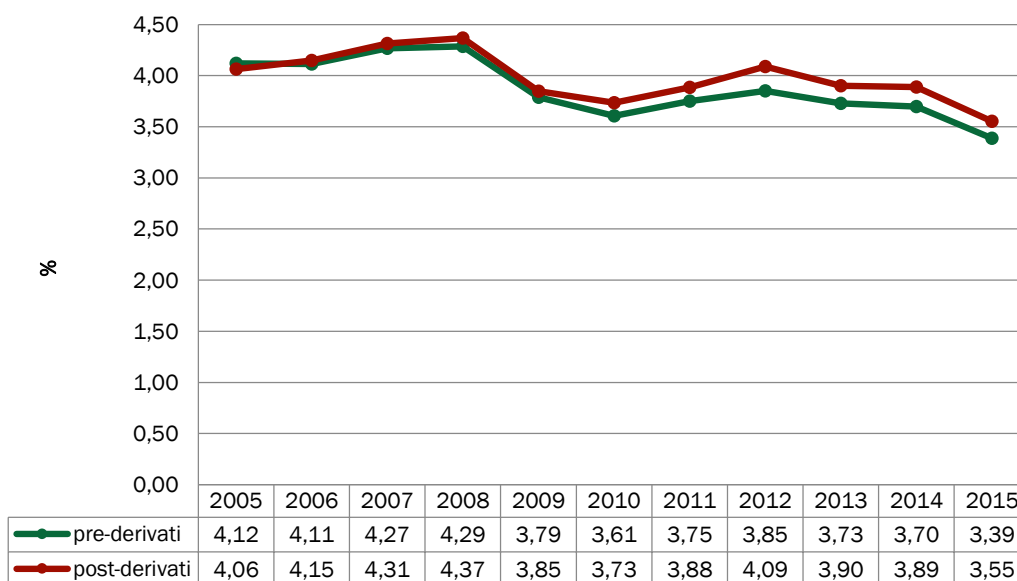
Se si tiene conto dell'impatto del complesso delle operazioni in derivati, il dato del 2015 sale al 3,55%, con un incremento dello 0,16%, quindi sostanzialmente in linea con quelli del 2013 (pari allo 0,17%) e del 2014 (pari allo 0,19%) e con le previsioni di inizio anno.

Infatti, 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.

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 allo strumento delle emissioni obbligazionarie.

Infine, il costo medio delle operazioni in derivati per la gestione della *duration* sullo stock del debito domestico era pari al 4,35% alla fine del 2015; alla stessa data lo stock di debito domestico ante derivati con costo cedolare superiore al 4,35% era pari a circa 583 miliardi di euro.

GRAFICO IV.24: COSTO MEDIO DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO PRE E POST DERIVATI – ANNI 2005-2015



IV.4 LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO

Il 2015 è stato caratterizzato da livelli di disponibilità liquide del Tesoro decisamente elevati, visto che si sono registrate giacenze medie di poco superiori a quelle già significative osservate durante l'anno precedente.

L'incremento dei saldi è stato indubbiamente favorito dalle decisioni della BCE, in parte già avviate nel 2014 ed intensificate da marzo 2015 con l'ampliamento del programma di *Quantitative Easing (QE)*. Come è noto, le disposizioni di politica monetaria hanno prodotto un notevole incremento della liquidità disponibile nel sistema, creando una situazione di mercato favorevole alla discesa dei rendimenti e sostenendo la domanda dei titoli di Stato, che ne hanno tratto ampi benefici. D'altra parte, tali condizioni hanno reso più impegnativo il *cash management* di tutti i paesi dell'Eurozona, che si sono trovati a dover impiegare elevate giacenze sul mercato monetario, in un contesto in cui prevalgono tassi negativi.

La gestione della liquidità del Tesoro si è svolta, come in passato, tramite la cosiddetta operatività OPTES descritta nel Capitolo I, che prevede il monitoraggio dei saldi e flussi di tesoreria, attraverso un continuo scambio informativo tra il MEF e la Banca d'Italia, nonché l'utilizzo di strumenti di *cash management*, che includono aste quotidiane e operazioni bilaterali - di impiego o raccolta della liquidità - svolte con controparti selezionate.

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

Nel corso del 2015 è proseguito l'impegno del Tesoro e della Banca d'Italia nel monitoraggio delle disponibilità liquide e nella previsione dei flussi di tesoreria, che si è svolto in tutti i giorni lavorativi dell'anno. Come si è detto nel Capitolo I, l'attività si basa sul quotidiano scambio di informazioni tra le citate istituzioni, con dati preventivi e consuntivi relativi a tutti gli incassi e i pagamenti che interessano i conti detenuti presso la tesoreria dello Stato e con la conseguente stima del saldo del Conto disponibilità.

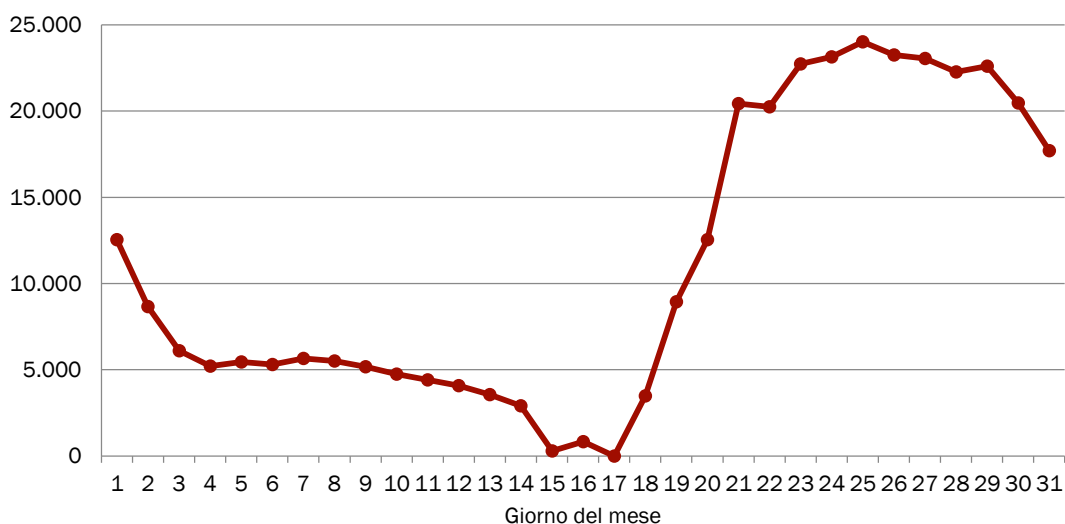
Gli scambi previsionali sopra citati sono aggiornati dalla Banca d'Italia sei volte al giorno e validati dal Tesoro, al fine di stimare quotidianamente il saldo di fine giornata. Le istituzioni condividono, inoltre, uno scenario previsionale di più lungo termine, con aggiornamento settimanale e durata compresa tra 30 e 60 giorni, in coerenza con le esigenze di politica monetaria.

Nonostante la complessità dei flussi di tesoreria, dovuta soprattutto alla molteplicità di soggetti che vi operano e alla rilevanza di alcuni movimenti, anche durante il 2015 il monitoraggio del Conto disponibilità ha dato risultati soddisfacenti in termini di capacità previsionale. Le giacenze disponibili stimate dal Tesoro negli scambi informativi settimanali con la Banca d'Italia hanno infatti registrato scostamenti nell'ordine del 10-15% rispetto ai dati di consuntivo, rapportando tali scarti all'ammontare dei movimenti giornalieri oggetto di stima. Tuttavia, la percentuale di scostamento si riduce mediamente solo all'1%, se rapportata al valore delle ingenti disponibilità liquide detenute dal Tesoro nel medesimo giorno a cui si riferisce la previsione.

Grazie all'attività di monitoraggio e gestione del Conto disponibilità è stato quindi possibile conseguire una stabilizzazione dei saldi - tra dati di stima e consuntivi - sebbene su livelli piuttosto elevati.

Come è noto, i flussi di tesoreria risentono dell'andamento del fabbisogno, che in alcuni giorni del mese provoca variazioni del saldo di liquidità 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 2015. Il grafico pone per semplicità a zero il saldo minimo (che generalmente si verifica nel 15° - 17° giorno del mese), per rendere facilmente percepibili le escursioni cicliche infra-mensili che caratterizzano il saldo delle disponibilità liquide del Tesoro. Si può quindi osservare come lo scarto tra il saldo di liquidità massimo e minimo registrato nel mese medio, anche nel 2015, sia arrivato a superare i 24 miliardi di euro.

GRAFICO IV.25: VARIAZIONI MEDIE INFRA-MENSILI DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO: SCARTI RISPETTO AL MINIMO DEL MESE – ANNO 2015 (milioni di euro)



Dal grafico appaiono evidenti il salto di oltre 20 miliardi che si è verificato tra il 17 e il 21 del mese e la discesa di circa 10 miliardi in corrispondenza dei primi giorni del mese rispetto all'ultimo (nel 2015, infatti, in 6 mesi su 12 il primo giorno è stato festivo e non erano quindi possibili movimenti di tesoreria, che vanno osservati anche nei giorni immediatamente successivi). Queste variazioni sono in prevalenza attribuibili agli incassi relativi alle entrate fiscali, che avvengono nella seconda metà del mese, e al pagamento dei trattamenti previdenziali, concentrato nel primo giorno del mese.

Al riguardo, è utile ricordare che nel corso del 2015 è stato introdotto un intervento normativo che ha disposto che tutte le prestazioni previdenziali corrisposte dall'INPS (pensioni INPS, ex INPDAP, ex ENPALS, ecc.) vengano pagate il primo giorno del mese, al fine di razionalizzare e uniformare le procedure e i tempi di pagamento⁷. Tale intervento non risulta particolarmente visibile nel grafico, sia perché è avvenuto a metà anno, sia per i sopra citati fattori di calendario.

⁷ In dettaglio, l'articolo 6 del Decreto Legge n. 65 del 21 maggio 2015 ha stabilito che: "A decorrere dal 1° giugno 2015, al fine di razionalizzare e uniformare le procedure e i tempi di pagamento delle prestazioni

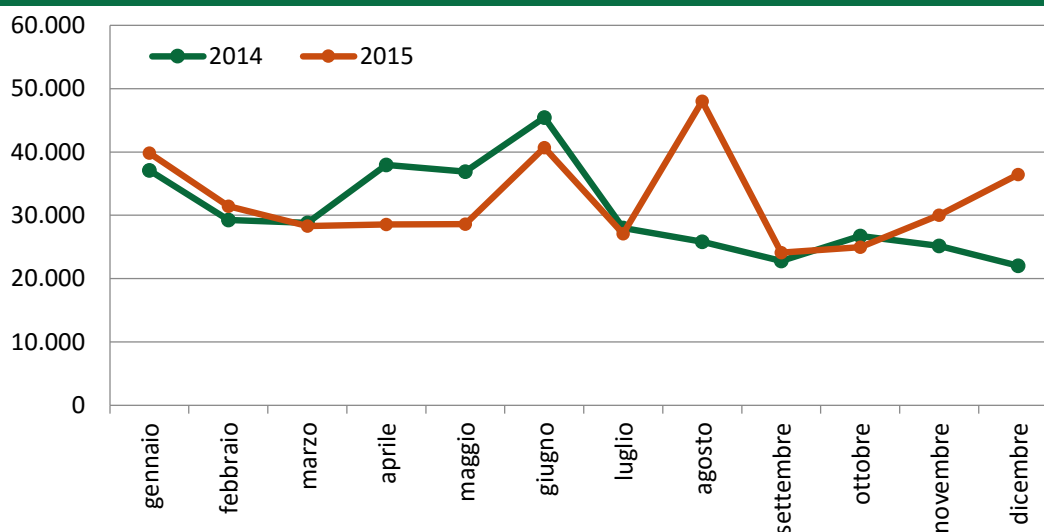
La decisione di aggregare i pagamenti previdenziali, anticipando alcuni di essi, risponde anche all'esigenza di adottare misure con impatto sociale non gravoso per le famiglie - in un contesto ancora influenzato dagli effetti negativi della crisi economica e finanziaria mondiale - ma non favorisce la gestione della liquidità del Tesoro. Per mitigare le evidenti oscillazioni infra-mensili sopra descritte, sarebbe infatti opportuno adottare misure che consentano di far combaciare, o quanto meno avvicinare, le giornate caratterizzate dai maggiori incassi di tesoreria con quelle in cui si verificano i maggiori pagamenti, così da ridurre le variazioni nette giornaliere e consentire al Tesoro di detenere una minore riserva di liquidità a scopo prudenziale.

L'elevata liquidità detenuta presso la tesoreria risponde anche all'esigenza di far fronte ai movimenti dovuti 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 anche riconducibili alle emissioni e, soprattutto, alle scadenze dei titoli, che talvolta contribuiscono in particolare al notevole calo di inizio, metà e fine mese.

Un'ulteriore prova della volatilità delle giacenze liquide della tesoreria si ottiene dal confronto dell'andamento dei saldi nei diversi mesi dell'anno. A titolo di esempio, il successivo Grafico IV.26 mostra gli scarti tra i saldi minimi e massimi osservati all'interno di ciascun mese degli anni 2014 e 2015; 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). Osservando i dati puntuali, si registrano infatti scarti tra il minimo e il massimo mensile che nel 2015 hanno mediamente superato i 32 miliardi di euro, in aumento rispetto ai circa 30,5 del 2014.

previdenziali corrisposte dall'INPS, i trattamenti pensionistici, gli assegni, le pensioni e le indennità di accompagnamento erogate agli invalidi civili, nonché le rendite vitalizie dell'INAIL sono posti in pagamento il primo giorno di ciascun mese o il giorno successivo se festivo o non bancabile, con un unico mandato di pagamento ove non esistano cause ostative, eccezion fatta per il mese di gennaio 2016 in cui il pagamento avviene il secondo giorno bancabile. A decorrere dall'anno 2017, detti pagamenti sono effettuati il secondo giorno bancabile di ciascun mese". In precedenza i pagamenti avvenivano in tre differenti giorni del mese: il primo tutte le prestazioni previdenziali erogate dall'INPS già prima del 2012, il 10 le prestazioni erogate dall'ex ENPALS e il 16 le prestazioni erogate dall'ex INPDAP.

GRAFICO IV.26: SCARTO TRA SALDO MASSIMO E MINIMO MENSILE DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO – ANNI 2014-2015 (milioni di euro)

La rappresentazione di dati mensili è utile anche per rilevare le tendenze cicliche annuali del fabbisogno, che hanno effetti significativi sui livelli di liquidità. Il picco di giugno, ad esempio, si riscontra facilmente sia nel 2014 che nel 2015 poiché dipende principalmente dalle ingenti entrate fiscali che si concentrano in tale mese dell'anno. In generale, si nota un andamento mensile piuttosto simile nei due anni osservati, con una significativa differenza ad agosto (dovuta essenzialmente al fatto che il primo giorno di tale mese non era lavorativo nel 2015). L'andamento delle curve risulta divergente in pochi altri mesi dell'anno, in cui rileva soprattutto la diversa distribuzione delle scadenze dei titoli di Stato; al riguardo, è particolarmente significativo l'andamento di dicembre 2015, mese gravato da elevati rimborsi.

I volumi e gli andamenti dei descritti flussi di tesoreria e del debito pubblico sono quindi tali da richiedere, soprattutto in determinati periodi, il mantenimento di una rilevante riserva di liquidità, volta a contrastare le oscillazioni delle giacenze e fronteggiare in modo prudente i movimenti attesi e quelli non previsti.

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

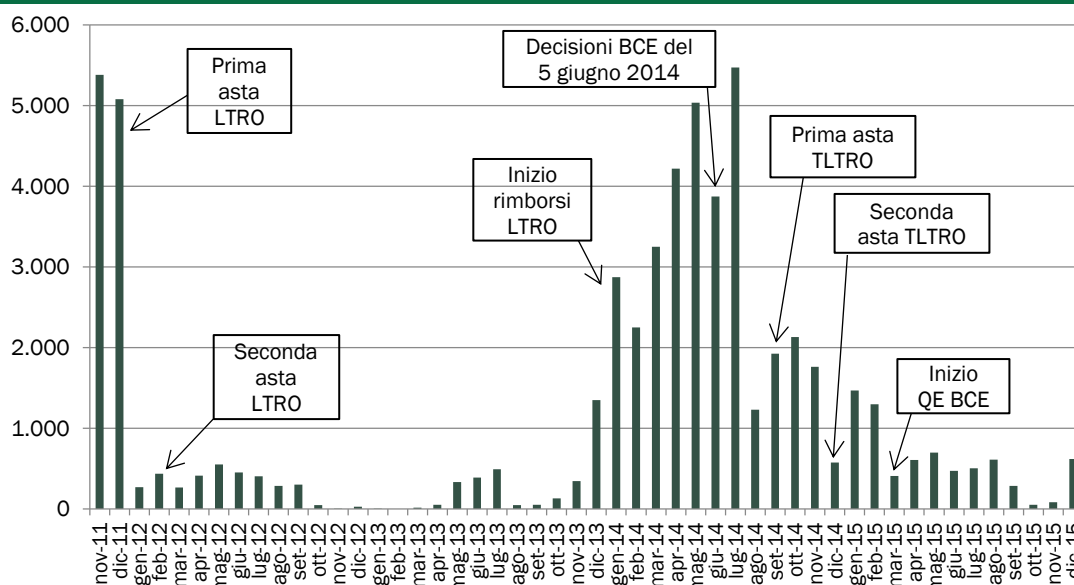
L'esigenza di movimentare quotidianamente ingenti giacenze di liquidità non ha, purtroppo, trovato riscontro sul mercato monetario. L'operatività OPTES del 2015 si è distinta infatti per una forte riduzione dei quantitativi allocati rispetto all'anno precedente; in particolare, dal mese di marzo e dunque proprio in coincidenza con l'avvio del *QE*, si è osservato un drastico calo della domanda da parte degli operatori di mercato accompagnato da un analogo andamento dei rendimenti.

La contrazione dell'impiego di liquidità alle aste OPTES ha comportato un incremento delle giacenze detenute dal Tesoro presso la Banca d'Italia, a cui si è reagito facendo maggiore ricorso ad operazioni bilaterali; queste ultime, avendo una durata più lunga, hanno anche permesso al Tesoro di limitare l'impatto dei tassi negativi entro ragionevoli margini di rischio.

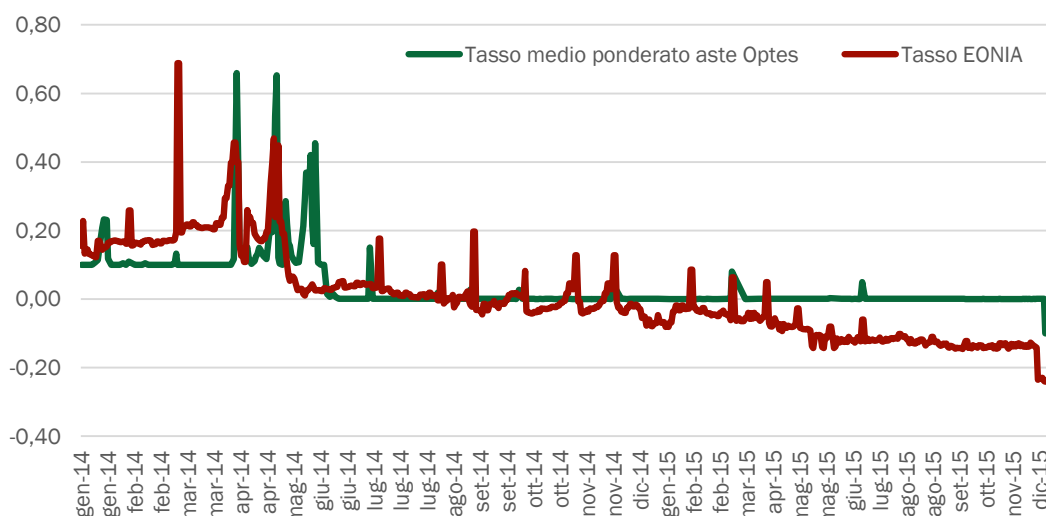
Il Grafico IV.27 - che mette in relazione l'impiego medio della liquidità alle aste del Tesoro con alcuni rilevanti episodi legati alla politica monetaria, dall'avvio della nuova operatività OPTES nel novembre 2011 - mostra il progressivo calo della domanda a partire dalle decisioni della BCE di giugno 2014, poi ulteriormente accentuato dall'introduzione del programma di acquisto dei titoli governativi. Come si può osservare, i quantitativi allocati da marzo 2015 risultano simili a quelli rilevati nel 2012, quando la Banca Centrale Europea lanciò le due aste LTRO collocando un'ingente volume di liquidità sul mercato.

Nel grafico non sono invece indicate, per motivi di leggibilità, le quattro aste TLTRO svolte durante il 2015. Tali operazioni, poste in essere trimestralmente a marzo, giugno, settembre e dicembre, non hanno peraltro avuto particolare successo tra gli operatori di mercato; lo scarso appetito di fondi è confermato dalla limitata richiesta di liquidità osservata alle aste OPTES nei medesimi mesi.

GRAFICO IV.27: IMPIEGO MEDIO ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE (milioni di euro)



L'impatto della politica monetaria è evidente anche dall'andamento dei tassi di interesse. Il Grafico IV.28 mostra, nel periodo 2014-2015, sia il tasso EONIA - riferimento di mercato sulla scadenza *overnight* - sia il rendimento medio ponderato osservato alle quotidiane aste OPTES in cui ci sia stata partecipazione (tali aste hanno la medesima scadenza a un giorno).

GRAFICO IV.28: ANDAMENTO DEI TASSI OVERNIGHT SUL MERCATO MONETARIO E ALLE ASTE OPTES NEL 2014-2015 (tassi percentuali)

Come si può notare, dalla seconda metà del 2014 si è assistito ad un lento ma continuo calo dei rendimenti sul mercato monetario, dovuto principalmente alle riduzioni dei tassi di riferimento operate dalla BCE. In particolare si può osservare il tipico andamento ciclico contraddistinto da picchi di domanda e di rendimento nell'ultimo giorno del mese; tale tendenza va via via scomparendo con la saturazione del mercato, che nel secondo semestre 2015 non sembra più esprimere alcuna domanda di liquidità, tanto da indurre la BCE ad un'ulteriore riduzione dei tassi a dicembre, unico intervento dell'anno, i cui effetti sono facilmente visibili nel grafico.

Il grafico mostra inoltre come tale andamento si sia riflesso sui rendimenti delle aste OPTES, sebbene dalla fine del 2014 si osservi un distacco tra il tasso EONIA ed il rendimento medio ponderato alle aste. Tale fenomeno è in realtà attribuibile al livello del tasso minimo accettato dal Tesoro nelle medesime operazioni, che - come è evidente - da giugno 2014 era stato mantenuto a zero, al fine di evitare impieghi di mercato a tassi negativi. La situazione è cambiata a dicembre 2015, quando l'ulteriore taglio dei tassi di politica monetaria non ha più reso possibile l'impiego della liquidità in asta a tassi non negativi ed ha indotto il Tesoro a ridurre di 10 punti base il tasso minimo accettato, pur lasciandolo a livelli superiori a quelli prevalenti sul mercato per la medesima scadenza a un giorno.

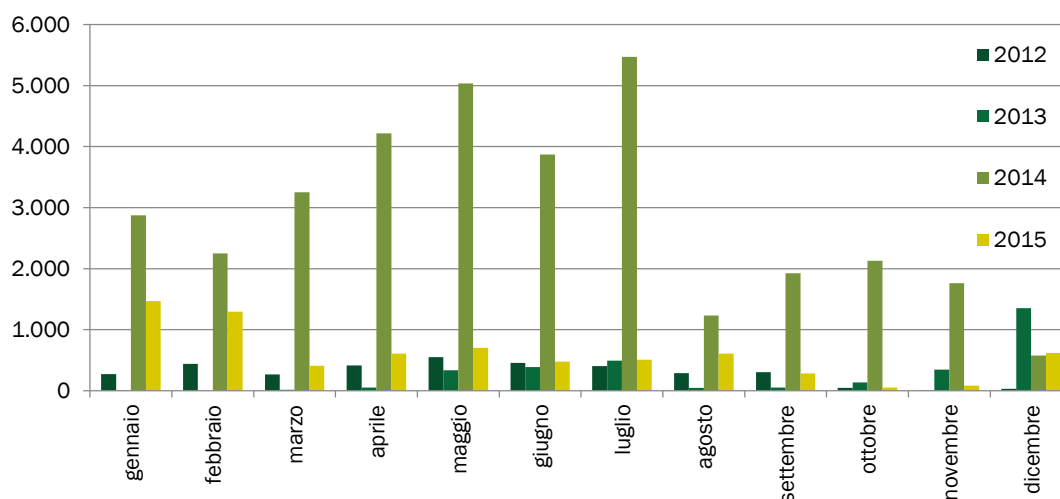
L'impiego della liquidità del Tesoro

Nonostante il mercato sia stato caratterizzato dal descritto calo della domanda di liquidità e dalla consistente riduzione dei rendimenti, l'operatività OPTES del 2015 ha complessivamente fatto registrare impieghi solo di poco inferiori a quelli degli anni precedenti. Durante l'anno infatti, il Tesoro ha deciso un marcato incremento sia della liquidità offerta alle aste, sia degli impieghi con operazioni bilaterali.

In dettaglio, le aste OPTES hanno consentito al Tesoro di impiegare complessivamente circa 145 miliardi di euro sulla scadenza *overnight* (il 95% di

questi sono stati assegnati nelle aste mattutine ed il resto con le eventuali aste pomeridiane), contro il picco di 730 miliardi dell'anno precedente che - come risulta dal grafico successivo - aveva beneficiato di un'eccezionale domanda di liquidità soprattutto nel primo semestre, poi ridottasi drasticamente con gli effetti delle note decisioni della BCE del giugno 2014.

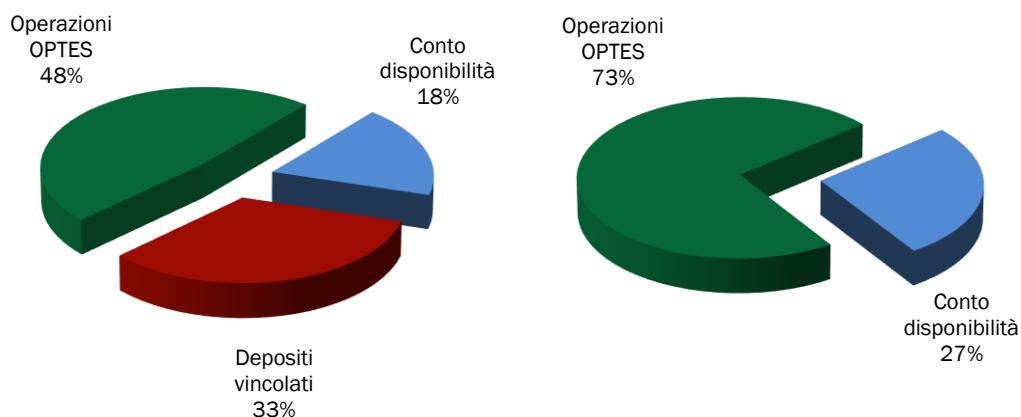
GRAFICO IV.29: IMPIEGO MEDIO ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE – ANNI 2012-2015 (milioni di euro)



La quota più considerevole della liquidità è stata quindi investita tramite operazioni bilaterali, volte ad impiegare la base più stabile delle giacenze disponibili, che in passato erano prevalentemente detenute in depositi vincolati accesi presso la Banca d'Italia. Da metà 2014, infatti, le operazioni di impiego OPTES non includono più i depositi vincolati, poiché il ricorso a tali strumenti è divenuto sconveniente con l'entrata in vigore della normativa europea che penalizza le giacenze detenute dai governi presso le banche centrali.

Nel 2015 le giacenze impiegate tramite operazioni bilaterali sono ammontate mediamente a 51 miliardi a fine mese, contro i circa 33 miliardi dell'anno precedente. Tali operazioni hanno avuto una durata media di 14 giorni, che ha permesso al Tesoro di limitare l'impatto dei tassi negativi, maggiormente marcato sulle scadenze a brevissimo termine come l'*overnight*.

È utile precisare che, data l'ingente liquidità disponibile, nel 2015 non sono state invece necessarie operazioni né aste OPTES di raccolta.

GRAFICO IV.30: DISTRIBUZIONE MEDIA DELLA LIQUIDITÀ A FINE MESE PER TIPOLOGIA DI IMPIEGO - CONFRONTO TRA GLI ANNI 2014 E 2015

I grafici precedenti mostrano le tipologie di impiego della liquidità del Tesoro, secondo le ripartizioni mediamente osservate a fine mese. Dal confronto tra 2014 e 2015 emerge chiaramente l'impatto delle disposizioni di politica monetaria, che - oltre ad aver comportato l'esclusione dell'impiego in depositi vincolati - hanno reso più difficile il collocamento della liquidità sul mercato, determinando un conseguente incremento della quota di giacenze detenute sul Conto disponibilità.

Al fine di poter osservare l'andamento delle giacenze nel corso dell'anno, la successiva Tabella IV.10 mostra la consistenza totale della liquidità del Tesoro alla fine di ciascun mese del 2015, con la medesima ripartizione per tipologia di impiego sopra illustrata, tra Conto disponibilità ed operazioni di mercato.

TABELLA IV.10: CONTO DISPONIBILITÀ E IMPIEGHI DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO A FINE MESE - ANNO 2015 (milioni di euro)

Mese di riferimento	Saldo del Conto disponibilità	Operazioni di liquidità OPTES	Totale disponibilità liquide del Tesoro
Gennaio	26.023	56.130	82.153
Febbraio	11.462	67.030	78.492
Marzo	14.473	63.830	78.303
Aprile	24.934	57.630	82.564
Maggio	41.357	56.430	97.787
Giugno	40.816	57.030	97.846
Luglio	36.035	57.200	93.235
Agosto	12.047	58.700	70.747
Settembre	7.249	53.800	61.049
Ottobre	24.584	52.700	77.284
Novembre	22.978	51.000	73.978
Dicembre	4.752	30.000	34.752

La tabella evidenzia un'alta giacenza del Conto disponibilità, in particolare durante il primo semestre dell'anno, detenuta a titolo prudenziale anche per far fronte agli ingenti rimborsi di titoli di Stato che si sono susseguiti durante tutto il 2015, ma hanno contraddistinto per entità soprattutto i mesi di giugno e dicembre. I saldi hanno beneficiato anche del buon andamento del fabbisogno, di cui si è parlato nel Capitolo II, nonché del programma di *QE* della BCE, che ha facilitato le emissioni dei titoli di Stato e - nei limiti consentiti dalle politiche volte alla riduzione del debito pubblico - ha spinto gli emittenti sovrani dell'Eurozona a garantire la giusta liquidità a tutti gli strumenti in circolazione, per fare fronte all'incremento di domanda espresso dal mercato.

In tale contesto, il Tesoro ha continuato a svolgere attente analisi, sia per valutare l'adeguato margine di liquidità da detenere per un'efficiente gestione del debito, sia nello scegliere i diversi strumenti per l'impiego della liquidità, al fine di individuare soluzioni che garantiscano un giusto equilibrio tra costi e rischi.

Il contesto normativo

I provvedimenti di politica monetaria hanno anche richiesto un considerevole impegno per l'adeguamento della normativa italiana. In particolare, nel corso dell'anno si è data applicazione alle modifiche apportate con la Legge di Stabilità per il 2015, conseguenti alle innovazioni prodottesi con le Decisioni della BCE del 5 giugno 2014 sulla remunerazione dei depositi governativi detenuti presso le Banche Centrali Nazionali.

L'attuazione della Legge di Stabilità ha richiesto una fase di studio, condotta dal MEF (Dipartimento del Tesoro e Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato) in collaborazione con la Banca d'Italia, per individuare con precisione i depositi governativi soggetti alle decisioni della BCE. Il 26 giugno 2015 è stato quindi emanato il decreto ministeriale che definisce l'elenco di tali depositi - ai sensi dell'articolo 5, comma 5, del TUDP - e adotta soluzioni volte a conseguire una gestione unitaria con il Conto disponibilità. Si noti che l'elenco non include il Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, perché trasferito alla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. a decorrere dal 1° gennaio 2015, previa stipula di apposita Convenzione.

L'adeguamento dell'ordinamento al nuovo contesto normativo comunitario ha portato anche alla firma di una nuova convenzione OPTES, che stabilisce le condizioni di tenuta del Conto disponibilità e dei conti ad esso assimilabili, al fine di stabilizzare i saldi dei predetti depositi governativi intrattenuti presso la Banca d'Italia, promuovendo l'efficienza dei mercati e agevolando la conduzione della politica monetaria da parte delle competenti autorità. Il nuovo testo, firmato a dicembre 2015 in sostituzione della precedente convenzione stipulata nel 2011, ha quindi posto l'operatività OPTES in linea con le più recenti decisioni ed indirizzi di politica monetaria.

Conclusioni

Nonostante il contesto decisamente avverso per la gestione della liquidità, nel 2015 il Tesoro si è comunque impegnato a mantenere la propria costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le aste ed operazioni OPTES a valere sul Conto disponibilità.

L'attività di *cash management* è stata resa più impegnativa dall'eccesso di liquidità sul mercato e dalla presenza di tassi negativi sulle scadenze brevi, che hanno reso gravoso l'impiego delle ingenti risorse del Tesoro. Tuttavia, come risulta dal presente Rapporto, soprattutto per i Paesi come l'Italia, la situazione di mercato ha complessivamente prodotto effetti positivi per la gestione del debito, con ampi benefici per la domanda e la discesa dei rendimenti dei titoli di Stato.



MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE