



Dipartimento  
del Tesoro

Dipartimento del Tesoro  
Direzione II - Debito pubblico

---

# Rapporto sul debito pubblico 2018







MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

# **RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO 2018**



# INDICE

<b>I.</b>	<b>OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2018</b>	<b>1</b>
I.1	Gli obiettivi del Tesoro e la prassi internazionale in tema di gestione del debito	1
I.2	Il quadro istituzionale	5
I.3	Il contenimento del costo del debito con attenzione al profilo costo/rischio	10
I.4	Monitoraggio e gestione del conto disponibilità mirati alla stabilizzazione del saldo	21
<b>II.</b>	<b>L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI NEL CONTESTO INTERNAZIONALE</b>	<b>25</b>
II.1	Le politiche monetarie e i riflessi sul mercato monetario dell'area euro	25
II.2	I mercati obbligazionari dell'area euro	28
II.3	L'andamento del mercato dei titoli di Stato italiani	32
<b>III.</b>	<b>LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2018</b>	<b>55</b>
III.1	La consistenza del debito delle amministrazioni pubbliche	55
III.2	L'attività in titoli di Stato	56
III.3	La gestione del portafoglio derivati	77
III.4	I risultati della gestione in relazione agli obiettivi	81
III.5	La gestione della liquidità del Tesoro	93

## INDICE DELLE TABELLE

Tabella I.1:	I titoli di Stato domestici.....	6
Tabella I.2:	Obiettivi di composizione percentuale del portafoglio di debito a fine 2018.....	7
Tabella III.1:	Emissioni, scadenze e copertura del fabbisogno del settore statale (milioni di euro).....	58
Tabella III.2:	Titoli di Stato emessi al netto delle operazioni di concambio (milioni di euro).....	58
Tabella III.3:	Concambio telematico del 18/04/2018 (milioni di euro).....	74
Tabella III.4:	Concambio con asta marginale del 3/10/2018 (milioni di euro).....	74
Tabella III.5:	Concambio sindacato del 18/10/2018 (milioni di euro).....	75
Tabella III.6:	Concambio sindacato del 6/12/2018 (milioni di euro).....	75
Tabella III.7:	Riepilogo dei riacquisti a valere sul Conto disponibilità (importi nominali, in milioni di euro).....	76
Tabella III.8:	Riacquisti effettuati a valere sul Fondo ammortamento (importi nominali, in milioni di euro).....	77
Tabella III.9:	Composizione delle emissioni 2016-2018 in valore assoluto e percentuale esclusi i concambi.....	81
Tabella III.10:	Composizione delle emissioni 2016-2018 in valore assoluto e percentuale inclusi i concambi.....	82
Tabella III.11:	Vita media dello <i>stock</i> di titoli di Stato.....	84
Tabella III.12:	Andamento di <i>duration</i> e ARP negli anni 2016-2018 relativamente allo <i>stock</i> di titoli di Stato ante derivati (in anni).....	85
Tabella III.13:	Andamento di <i>duration</i> e ARP negli anni 2016-2018 relativamente allo <i>stock</i> di titoli di Stato post derivati (in anni).....	86
Tabella III.14:	Andamento del valore di mercato dello <i>stock</i> dei titoli di Stato (milioni di euro).....	87
Tabella III.15:	Portafoglio di strumenti derivati - anni 2017 e 2018 (milioni di euro).....	89
Tabella III.16:	Conto disponibilità e impieghi della liquidità del Tesoro a fine mese nel 2018 (milioni di euro).....	98

## INDICE DEI GRAFICI E DELLE FIGURE

Grafico I.1:	Profilo annuale delle scadenze – titoli a medio-lungo termine in essere al 31.12.2017 (milioni di euro).....	11
Grafico I.2:	Profilo mensile delle scadenze – titoli a medio-lungo termine in essere al 31.12.2018 (milioni di euro).....	12
Grafico II.1:	Corridoio dei tassi di politica monetaria 2015-2018 (valori percentuali) .....	26
Grafico II.2:	Andamento dei principali tassi del mercato monetario 2017-2018 (valori percentuali) .....	27
Grafico II.3:	Evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi ed USA - scadenza 10 anni (valori percentuali e differenziale in punti base).....	29
Grafico II.4:	Evoluzione dei rendimenti dei titoli di Stato europei - scadenza 10 anni (valori percentuali).....	30
Figura 1:	Acquisti netti a valere sul programma PSPP.....	31
Figura 2:	Volume e vita media dello <i>stock</i> di titoli di Stato italiani acquistati dalla BCE.....	32
Grafico II.5:	Tassi di mercato sui titoli di Stato – 2-3-5-10-15-30-50 anni (valori percentuali).....	34
Grafico II.6:	Differenziale di rendimento titoli di Stato 10 anni vs 2 anni (punti base).....	35
Grafico II.7:	Differenziale di rendimento titoli di Stato 30 anni vs 10 anni (punti base).....	36
Grafico II.8:	Differenziale di rendimento BTP-BUND, OAT-BUND e BONOS-BUND BENCHMARK 10 anni (punti base).....	36
Grafico II.9:	Volumi mensili negoziati sulla piattaforma MTS (milioni di euro; <i>double-counted</i> ).....	38
Grafico II.10:	Volumi trimestrali negoziati su MTS, distinti per comparto (milioni di euro; <i>doubled-counted</i> ).....	40
Grafico II.11:	Volumi trimestrali negoziati sulla piattaforma MTS per scadenza (milioni di euro; <i>doubled-counted</i> ).....	41
Grafico II.12a:	Differenziale denaro-lettera in punti base su BTP 10, 15,20, 30 e 50 anni <i>benchmark</i> , rilevato sulla piattaforma MTS – medie mensili.....	42
Grafico II.12b:	Differenziale denaro-lettera in punti base su CTZ, CCTeu, BTP 3, 5 e 7 anni <i>benchmark</i> , rilevato sulla piattaforma MTS – medie mensili.....	42
Grafico II.12c:	Differenziale denaro-lettera in punti base su BTP€i 5 e 10 anni <i>benchmark</i> , rilevato sulla piattaforma MTS – medie mensili.....	43
Grafico II.12d:	<i>Slope</i> giornaliera su BTP 10 anni <i>benchmark</i> (scala logaritmica) rilevata sulla piattaforma MTS.....	44
Grafico II.13:	Volumi annuali negoziati nel 2017 e nel 2018 sulla piattaforma MTS, per scadenza di contratto (milioni di euro).....	45

Grafico II.14:	Volumi mensili negoziati nel 2018 sulla piattaforma MTS, per scadenza di contratto - (milioni di euro).....	45
Grafico II.15:	Volumi negoziati mensili sul contratto <i>special repo</i> sulla piattaforma MTS (milioni di euro).....	46
Grafico II.16:	Volumi annuali negoziati dagli Specialisti su piattaforma MTS (in %).....	47
Grafico II.17:	Volumi mensili negoziati dagli Specialisti su piattaforme diverse da MTS (milioni di euro).....	48
Grafico II.18:	Volumi trimestrali negoziati dagli Specialisti per tipologia di controparte - gestori di fondi, banche, fondi pensione ed assicurativi, <i>hedge fund</i> (milioni di euro).....	50
Grafico II.19:	Volumi trimestrali negoziati dagli Specialisti per tipologia di residenza della controparte (milioni di euro).....	51
Grafico II.20:	Andamento del prezzo del <i>future</i> BTP e del rendimento del BTP <i>benchmark</i> su scadenza 10 anni (scala di destra invertita in %).....	52
Grafico II.21:	Volumi di lotti scambiati e <i>open interest</i> del contratto BTP- <i>future</i> negoziati sulla scadenza decennale sul mercato Eurex.....	52
Grafico II.22:	Andamento del prezzo dei CDS dei governativi Italia (\$) sulla scadenza 5 anni e dello <i>spread</i> BTP- <i>Bund</i> 5 anni (in punti base).....	54
Grafico III.1:	Evoluzione del rapporto debito/PIL - 2005-2018.....	56
Grafico III.2:	Rendimenti composti lordi all'emissione dei BOT a 6 e 12 mesi, 2017-2018 (punti percentuali).....	59
Grafico III.3:	Rendimento all'emissione dei BOT semestrali e confronto con il tasso EURIBOR - anni 2017-18 (tassi percentuali).....	60
Grafico III.4:	Rendimenti all'emissione dei CTZ (tassi percentuali).....	52
Grafico III.5:	Rendimenti all'emissione dei BTP con scadenza tra 3 e 10 anni nel 2018 (tassi percentuali).....	65
Grafico III.6:	Emissione sindacata del BTP 1° settembre 2038: distribuzione per tipologia di investitore.....	66
Grafico III.7:	Emissione sindacata del BTP 1° settembre 2038: distribuzione geografica.....	67
Grafico III.8:	Rendimenti all'emissione dei BTP a lungo termine nel 2018 (tassi percentuali).....	68
Figura 3:	Composizione per tipologia di controparte degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato - anni 2017-2018.....	69
Figura 4:	Composizione per area geografica degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato - anni 2017-2018.....	69
Grafico III.9:	Rendimenti reali all'emissione dei BTP€i nel 2018 (tassi percentuali).....	71
Grafico III.10:	Rendimenti all'emissione dei CCTeu nel 2018 (tassi percentuali).....	73
Grafico III.11:	Ammontare riacquistato nelle operazioni straordinarie - anni 2013-2018 (importi nominali in milioni di euro).....	77
Grafico III.12:	Composizione dello <i>stock</i> di titoli di Stato al 31 dicembre 2017 ed al 31 dicembre 2018.....	83
Grafico III.13:	Evoluzione della struttura e della vita media del debito domestico (in anni).....	84
Grafico III.14:	Scadenze per classi di vita residua anni 2016-2018.....	85

---

Grafico III.15: Curve dei tassi <i>swap</i> in euro e curve dei rendimenti dei titoli di Stato italiani al 31/12 del 2017 e del 2018.....	88
Grafico III.16: Evoluzione prospettica del nozionale del portafoglio di derivati nell'ipotesi di esercizio delle <i>swaption</i> (milioni di euro).....	90
Grafico III.17: Struttura per scadenza del portafoglio di derivati nell'ipotesi di esercizio delle <i>swaption</i> (milioni di euro).....	91
Grafico III.18: Costo medio all'emissione dei titoli di Stato – anni 2005-2018 (tassi percentuali).....	91
Grafico III.19: Costo medio dello <i>stock</i> di titoli di Stato pre e post derivati - - anni 2005-2018 (tassi percentuali).....	92
Grafico III.20: Variazioni medie infra-mensili delle disponibilità liquide del Tesoro – scarti rispetto al minimo del mese – anno 2018 (milioni di euro).....	94
Grafico III.21: Scarto tra saldo massimo e minimo mensile delle disponibilità liquide del Tesoro – anni 2017 e 2018 (milioni di euro).....	95
Grafico III.22: Impiego medio alle aste OPTES quotidiane (milioni di euro).....	96
Grafico III.23: Andamento dei tassi <i>overnight</i> sul mercato monetario e del tasso medio ponderato delle aste OPTES - anni 2015-18 (tassi percentuali).....	96
Grafico III.24: Impiego medio mensile alle aste OPTES quotidiane – anni 2014-2018 (milioni di euro).....	97
Grafico III.25: Impiego medio alle aste OPTES quotidiane-su base mensile - anni 2014-2018 (milioni di euro).....	98



# I. OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2018

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

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

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

Le *best practice* internazionali si sono sviluppate nel tempo<sup>1</sup>, grazie ad una continua condivisione e all'analisi di esperienze accumulate dai DMO in contesti economici e giuridici affatto diversi. Esse riconoscono che esiste una relazione inversa tra costi e rischi (di rifinanziamento e di tasso d'interesse) nella struttura di un portafoglio di debito. Pertanto, definiscono gli obiettivi principali della gestione del debito pubblico come segue:

- coprire i fabbisogni di finanziamento dell'Amministrazione centrale;
- minimizzare i costi del debito contratto subordinatamente al mantenimento di livelli di rischio che - in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo<sup>2</sup> - possano essere ritenuti accettabili;
- mantenere l'accesso dell'emittente al mercato domestico ed internazionale in una prospettiva di lungo periodo.

La relazione fra l'obiettivo di minimizzare i costi del debito e quello di contenere i rischi derivanti dalla struttura del debito stesso deve essere inquadrata a partire dalle caratteristiche proprie della gestione delle finanze pubbliche.

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

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

Infatti, una gestione oculata del bilancio pubblico richiede non solo di ridurre i costi ovunque possibile, ma al contempo anche di poter programmare con la massima certezza prospettica le poste di bilancio. Ciò per evitare di dover aumentare la pressione fiscale in misura significativa e in tempi ristretti per far fronte a spese impreviste (sforzo fiscale che risulterebbe tanto più difficile da realizzare, quanto più grande ne fosse la dimensione e breve la tempistica). Per questo motivo, le *best practice* internazionali ritengono che strutture del portafoglio di debito troppo sbilanciate su durate brevi o su tassi variabili incrementino significativamente la vulnerabilità di un Paese<sup>3</sup>. Infatti, è vero che queste strutture possono risultare (apparentemente) appetibili per ridurre i costi del servizio del debito (e quindi il deficit) nel breve termine. Come contropartita, però, esse comportano un incremento sostanziale della volatilità della spesa per interessi e dei rischi di mercato insiti nel portafoglio di debito, e di conseguenza nel bilancio pubblico<sup>4</sup>.

Le principali tipologie di rischio cui si trovano di fronte i gestori del debito pubblico appartengono alla categoria dei rischi di mercato ed includono i rischi di tasso d'interesse e di cambio, di rifinanziamento, di liquidità e di credito. Altra rilevante tipologia da non trascurare è il rischio operativo. Come si vede, molti tra questi rischi riconducono principalmente, sia pure con modalità diverse, all'eventualità che un rapido aumento del costo del debito ne comprometta la sostenibilità.

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

Nelle condizioni normalmente prevalenti sui mercati finanziari, e prescindendo dal merito creditizio del singolo emittente, il costo del debito è maggiore per le scadenze più lunghe, che invece riducono efficacemente i rischi di rifinanziamento e di tasso. Quindi, per quanto riguarda tipologia di tasso e durata del debito, la scelta più prudente è in linea generale più costosa, mentre quella meno costosa espone a rischi maggiori. Al gestore del debito pubblico è però richiesto di perseguire entrambi gli obiettivi: ridurre il costo del debito e *nel contempo* contenere i rischi di mercato. In concreto, perciò, il gestore del debito pubblico dovrà rinunciare a massimizzare entrambi gli obiettivi e concentrarsi sulla gestione del relativo *trade-off*. Dovrà cioè selezionare, tra le alternative che siano

---

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

<sup>4</sup> Va tuttavia osservato come questo approccio alla valutazione dei rischi risulti ottimale qualora ci si concentri esclusivamente sulle passività (e quindi sul debito) dello Stato. Un'ottica diversa potrebbe allargarsi ad includere nel perimetro anche gli attivi statali. La gestione del debito potrebbe così mirare anche ad ottenere una struttura delle passività che sia coerente con i rischi insiti nell'attivo (seguendo un approccio cosiddetto di ALM - *Asset Liability Management*), dando luogo a scelte che - in linea di principio - potrebbero divergere anche significativamente da quelle effettuate tenendo conto della sola composizione del debito. L'effettiva implementazione di tale approccio si è sempre però scontrata in molti Paesi, inclusi il nostro, con notevoli ostacoli applicativi, dovuti alla difficoltà pratica di calcolare l'esposizione ai rischi finanziari dell'ingente attivo dello Stato - soprattutto per la parte non finanziaria - nonché, in diversi casi, ad una conoscenza incompleta dell'entità dello stesso e delle relative caratteristiche.

effettivamente percorribili, quella combinazione costo-rischio che si ritenga soddisfacente<sup>5</sup> in relazione alle caratteristiche del portafoglio ed alle strategie complessive. Questo *trade-off* non risponde a criteri invariabili e validi per tutti i DMO. Al contrario, viene declinato differentemente dai gestori del debito pubblico di ciascun Paese, secondo le caratteristiche del relativo portafoglio, del mercato di riferimento e delle politiche fiscali perseguite. In Italia l'orientamento seguito è stato particolarmente prudentiale, a causa dell'ampiezza del debito (fra i più elevati al mondo in valore assoluto) che non consente tattiche opportunistiche, ma deve invece privilegiare continuità, prevedibilità e strategie di lungo periodo.

Naturalmente, il compito assegnato al DMO di contenere il costo del portafoglio di debito subordinatamente ad un livello accettabile dei rischi non può considerarsi esaurito al momento della singola emissione ed in relazione alle condizioni di mercato allora esistenti. La struttura stessa del debito pubblico, costituito da un largo e diversificato portafoglio di strumenti finanziari con caratteristiche differenti e scadenze distribuite in un ampio periodo temporale, rende infatti necessaria un'azione continua anche successivamente all'emissione, in maniera dinamica e rispetto agli sviluppi del mercato.

Ne deriva quindi che gli obiettivi e i risultati della gestione del debito pubblico debbano essere rispettivamente perseguiti e valutati su un arco di tempo sufficientemente lungo e soprattutto a livello del portafoglio complessivo.

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

Come già esposto, le *best practice* internazionali si sono formate dalla condivisione continua di esperienze tra i gestori di debito pubblico e gli altri soggetti o Istituzioni coinvolti. Nell'individuare e calibrare i propri obiettivi, il Tesoro beneficia di un costante stretto coordinamento internazionale con le competenti istituzioni estere e sovranazionali, oltre che di regolari contatti con gli investitori istituzionali domestici ed internazionali e con le agenzie di *rating*.

---

<sup>5</sup> Le linee guida del Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale osservano al riguardo che “Minimizzare il costo ignorando il rischio non può essere un obiettivo. Transazioni che mostrano costi di servizio del debito più bassi spesso comportano 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”.

### Partecipazione del Tesoro al confronto internazionale sulla gestione del debito

Dalla presente edizione, questo Rapporto include alcuni allegati che illustrano tematiche riguardanti la gestione del debito in generale e non specificatamente legate all'anno di riferimento del Rapporto.

Il primo di questi allegati illustra in dettaglio le occasioni di confronto internazionale sulla gestione del debito cui il Tesoro partecipa regolarmente. Si tratta del Sottocomitato ESDM (*European Sovereign Debt Markets*) del Comitato economico-finanziario dell'Unione Europea, di vari gruppi di lavoro di istituzioni sovranazionali quali l'OCSE, il FMI e la Banca Mondiale, e dell'*International Retail Debt Management Conference*. Viene altresì illustrata la presenza del Tesoro - unica Istituzione statale accanto a OCSE e World Bank - nell'istituzione e nella gestione del *Public Debt Management Network*.

- Cfr. Allegato 1 a pag.102

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

Incaricata della gestione del debito pubblico è la Direzione Seconda del Dipartimento del Tesoro<sup>6</sup>.

Nella Direzione sono presenti le funzioni tipiche degli operatori dei mercati finanziari e che caratterizzano anche i DMO nei Paesi avanzati: le funzioni di *Front*, *Middle* e *Back Office*. Sono altresì presenti funzioni di predisposizione di documentazione legale, di comunicazione, di statistica, di relazione con istituzioni esterne, nonché attività informatiche e tutte le altre funzioni di carattere giuridico-amministrativo e contabile che sono comuni alla struttura ministeriale.

L'individuazione e il monitoraggio degli obiettivi di gestione del debito sono svolti dagli uffici coinvolti nelle funzioni di *Middle Office*, che comprendono: a) le attività di analisi, che consentono di delineare il profilo di costo/rischio che deve delimitare l'operatività e di individuare le strategie di emissione e di copertura più opportune; b) le previsioni pluriennali sulla spesa per interessi e sul debito della Pubblica Amministrazione per i documenti programmatici e il *reporting* istituzionale<sup>7</sup>; 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 liquidità.

<sup>6</sup> La sezione del sito del Dipartimento del Tesoro specificatamente dedicata al debito pubblico ([http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/index.html](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/index.html)) fornisce un ampio patrimonio di informazioni e documenti, continuamente aggiornato, su ogni tipo di attività connessa alla gestione del debito pubblico.

<sup>7</sup> 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.

### Struttura organizzativa della Direzione II - Debito Pubblico

La Direzione Seconda del Dipartimento del Tesoro, incaricata della gestione del debito pubblico, si articola in undici Uffici. Nell'allegato sottoindicato sono schematizzate in un grafico le competenze della Direzione, raggruppate per funzioni. L'allegato riporta anche una nota che illustra in dettaglio le attività svolte e la loro ripartizione tra le diverse linee funzionali. Vengono infine accennate le interrelazioni con le funzioni svolte da altre Direzioni o da altri soggetti.

- Cfr. Allegato 2 a pag. 104

## I.2 IL QUADRO ISTITUZIONALE

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

Questo Rapporto, come per gli scorsi anni<sup>8</sup>, si riferisce a questa seconda, più circoscritta accezione, che peraltro è quella oggetto della normativa speciale rappresentata dal Testo Unico del Debito Pubblico<sup>9</sup> (TUDP). Al 31 dicembre 2018 il debito costituito dai titoli di Stato rappresentava circa l'84,4% del debito pubblico complessivo.

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

---

<sup>8</sup> Tutte le edizioni del Rapporto sul Debito pubblico sono reperibili all'indirizzo [http://www.dt.tesoro.it/it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/](http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/)

<sup>9</sup> Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico (Decreto del Presidente della Repubblica del 30 dicembre 2003, n.398).

**TABELLA I.1: I TITOLI DI STATO DOMESTICI**

	<b>BOT</b>	<b>CTZ</b>	<b>CCTeu</b>	<b>BTP</b>	<b>BTP€i</b>	<b>BTP Italia</b>
	Buoni Ordinari del Tesoro	Certificati del Tesoro Zero Coupon	Certificati di Credito del Tesoro	Buoni del Tesoro Pluriennali	Buoni del Tesoro Pluriennali Indicizzati all'inflazione europea	Buoni del Tesoro Pluriennali Indicizzati all'inflazione italiana
<b>Scadenza</b>	3, 6, 12 mesi e inferiore a 12 mesi (BOT flessibili)	24 mesi	5, 7 anni	3,5,7,10,15,20, 30 e 50 anni	5,10,15,30anni	4,6,8 anni
<b>Remunerazione</b>	Emissione a sconto	Emissione a sconto	Cedole variabili semestrali indicizzate 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
<b>Metodo di Emissione</b>	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
<b>Frequenza di Emissione</b>	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 (superiore a 10 anni) o BTP€i possono essere offerte sul mercato tramite sindacato di collocamento.

L'attività di gestione del debito pubblico, per la quota parte riferita appunto al debito negoziabile sui mercati rappresentata dai titoli di Stato, è stata svolta in base a quanto previsto dall'Atto di indirizzo del Ministro, dalla Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) e dal "Decreto Cornice" per il 2018<sup>10</sup>, il Decreto che delinea gli obiettivi di riferimento per lo svolgimento dell'attività amministrativa nel settore delle operazioni finanziarie volte alla gestione del debito pubblico. Quanto previsto

<sup>10</sup> Decreto del 28 dicembre 2017, pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 303 del 30 dicembre 2017.

in questi provvedimenti è stato poi tradotto in termini operativi nelle “Linee Guida della gestione del debito pubblico” per il 2018 (d’ora in poi “Linee Guida<sup>11</sup>”).

Anche per l’anno 2018 - 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 puntare a “...contenere il costo del debito e a stabilizzare e, possibilmente, ad allungare la vita media del debito stesso”. La Direttiva generale ha tradotto tale priorità politica nei due obiettivi strategici di (i) contenimento del costo del debito, con particolare attenzione al suo profilo costo/rischio, e (ii) monitoraggio e gestione del Conto disponibilità<sup>12</sup>, mirati ad un’efficiente gestione del saldo.

Il Decreto Cornice per il 2018, analogamente agli anni precedenti, ha fornito maggiori dettagli circa gli strumenti operativi cui la Direzione del Debito Pubblico è autorizzata a far ricorso per il raggiungimento dei propri obiettivi. In particolare, all’art. 2 si prevede l’emissione di prestiti “nel rispetto del limite stabilito annualmente dalla Legge di approvazione del bilancio di previsione dello Stato”, pari alla copertura dei titoli in scadenza nell’anno e, in aggiunta, al fabbisogno del Settore Statale, avendo cura di “...contemperare l’esigenza di acquisire il gradimento dei mercati con quella di contenere il costo complessivo dell’indebitamento in un’ottica di medio-lungo periodo, considerata l’esigenza di protezione dal rischio di rifinanziamento e di esposizione a mutamenti dei tassi di interesse”.

A tal fine, nello stesso articolo sono stati fissati degli specifici intervalli percentuali in termini di composizione del debito alla fine del 2018, così articolati:

**TABELLA I.2 OBIETTIVI DI COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEL PORTAFOGLIO DI DEBITO A FINE 2018**

Tipologia di titolo	Min.	Max.	Differenze rispetto al 2017
BOT (titoli a b.t.)	2%	8%	--
BTP (titoli “nominali” a t.f.)	65%	78%	in aumento rispetto alla fascia prec. 60%-75%
CCT/CCTeu	5%	10%	--
CTZ	--	4%	--
BTP€i e BTP Italia (titoli “reali”)	--	15%	--
Titoli emessi sui mercati esteri	--	5%	--

Fonte: Decreto Cornice per il 2018

Al fine di perseguire il “contenimento del costo complessivo dell’indebitamento, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento e il buon funzionamento del mercato secondario dei Titoli di Stato”, l’art. 3 ha autorizzato, come negli anni precedenti, l’utilizzo di operazioni su base consensuale che intervengono sulla struttura del debito già in essere. Si tratta di operazioni di riacquisto, scambio o rimborso anticipato di titoli, nonché operazioni in strumenti derivati.

Per contenere il rischio di credito derivante da queste ultime operazioni, l’art. 4 del Decreto Cornice ha individuato i criteri di affidabilità delle relative

<sup>11</sup> Le Linee Guida del Debito Pubblico sono pubblicate sul sito del Dipartimento del Tesoro - Direzione del Debito Pubblico del MEF all’indirizzo [http://www.dt.mef.gov.it/it/debito\\_pubblico/presentazioni\\_studi\\_relazioni/](http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/)

<sup>12</sup> Le informazioni sulla natura del Conto disponibilità e sul contesto della connessa operatività sono fornite nel successivo Par. I.IV

controparti, prevedendo inoltre la possibilità di porre in essere accordi finalizzati alla reciproca prestazione di garanzia (*collateral*)<sup>13</sup>.

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

In estrema sintesi, gli obiettivi assegnati alla gestione del Debito Pubblico dal Decreto Cornice, in termini di composizione “a tendere” per la fine del 2018, puntavano principalmente verso una ricomposizione del portafoglio che rispetto al 2017 privilegiasse le scadenze a medio-lungo termine, in linea<sup>14</sup> quindi con le *best practices* internazionali. Lo scopo era di continuare a ridurre il rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento. Perciò si mirava in primo luogo a consolidare i risultati raggiunti negli ultimi anni<sup>15</sup> in termini di vita media dei titoli di Stato. Si intendeva poi proseguire sulla stessa linea di tendenza - laddove il contesto di mercato l’avesse consentito - e conseguire un ulteriore aumento.

Sulla base del portafoglio titoli in essere a fine 2017, nel 2018 erano previsti titoli in scadenza (BOT esclusi) per un totale complessivo di circa 184 miliardi di euro, di cui 3 miliardi del programma estero. Si trattava di un importo inferiore di circa 30 miliardi di euro rispetto al volume di scadenze per il 2017 in essere a fine 2016. Considerando che il fabbisogno di cassa del Settore Statale era previsto attestarsi su livelli più bassi del 2017, passando da circa il 3,4 per cento al 2,8 per cento del PIL, era pertanto prevedibile che nel 2018 si sarebbe assistito ad una contestuale riduzione dei volumi di titoli a medio-lungo termine complessivamente offerti al mercato.

Pertanto nelle Linee Guida per il 2018 il Tesoro prevedeva, ove le condizioni di mercato l’avessero consentito, di:

1) calibrare le nuove emissioni in modo che l’esposizione ai rischi di mercato restasse contenuta, mirando a consolidare i risultati raggiunti nel 2017 in termini di vita media dello *stock* dei titoli di Stato;

2) mantenere l’offerta di BOT in linea con le scadenze dell’anno, non escludendo un ammontare lievemente superiore in base alle condizioni di mercato o per esigenze temporanee di gestione di cassa. In ogni caso, non alterarne il peso percentuale estremamente ridotto sullo *stock* dei titoli di Stato;

3) continuare a garantire una presenza rilevante sui titoli indicizzati all’inflazione europea, con volumi in offerta su livelli superiori a quelli del 2017. Si prevedeva anche di esaminare le condizioni per il lancio di nuovi titoli sul segmento a 5 anni e su quello a più lungo termine. Sul segmento dei BTP Italia, in

---

<sup>13</sup> Su tali accordi di prestazione reciproca di garanzia, si veda il Cap. III.3 “La gestione del portafoglio di derivati”.

<sup>14</sup> Cfr. *supra*, I.1.

<sup>15</sup> Nel 2015 la vita media dello *stock* dei titoli di Stato era passata da 6,38 a 6,52 anni; nel 2016 aveva raggiunto 6,76 anni e nel 2017 6,90 anni.

considerazione dei positivi risultati dei precedenti collocamenti, per il 2018 si prevedeva di garantire comunque almeno un'emissione con scadenza a 6 anni, anche per la mancanza di scadenze nei successivi 12 mesi;

4) offrire un ammontare complessivo di CCTeu maggiore degli importi in scadenza, anche per tener conto del particolare favore riscosso presso una platea crescente di investitori anche esteri. Non ne era tuttavia previsto un cambiamento significativo del peso percentuale rispetto allo *stock* totale dei titoli di Stato;

5) nell'ambito dei BTP nominali, diminuire in termini assoluti i volumi offerti sulle scadenze a 3 e 5 anni, mantenendone invariata la quota in proporzione alle emissioni annue. I BTP a 7 e 10 anni sarebbero invece stati proposti per volumi simili a quelli dello scorso anno, con l'obiettivo quindi veder salire lievemente la loro quota nell'ambito del portafoglio di emissione. Sui BTP nominali a lungo termine veniva previsto di avere una presenza sul mercato continua, scegliendo di riaprire titoli in circolazione o di proporre di nuovi in base alle condizioni della domanda e del mercato secondario;

6) porre in essere un ammontare significativo di operazioni di concambio e riacquisto, soprattutto al fine di gestire il profilo delle scadenze del biennio 2018-2019, avendo anche cura di agevolare il processo di stabilizzazione e riduzione del debito, in linea con gli impegni programmatici di finanza pubblica. In quest'ambito, il Tesoro si riservava la possibilità di porre in essere, come già avvenuto nel 2017, operazioni di concambio o riacquisto su talune emissioni di BTP Italia caratterizzate da importi in circolazione particolarmente elevati;

7) indirizzare l'attività in derivati verso eventuali ristrutturazioni del portafoglio esistente (in linea con gli anni recenti) con l'obiettivo di trasformarne il profilo finanziario e/o gli impatti in termini di debito. Proprio a fine 2017, veniva emanata la normativa secondaria<sup>16</sup> riguardante il sistema di accordi di collateralizzazione. Questo sistema era previsto poter riguardare selezionati contratti in essere, supportando quindi la gestione delle posizioni esistenti. Ma soprattutto, avrebbe consentito di coprire con *cross currency swap* il rischio di cambio di eventuali nuove emissioni in valuta estera, a costi pari o inferiori rispetto alle emissioni domestiche, contribuendo ad allargare la base di investitori del debito pubblico;

8) garantire un livello adeguato di stabilità e prevedibilità del saldo del Conto disponibilità. Veniva inoltre previsto di mantenere una costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul Conto disponibilità (OPTES)<sup>17</sup>.

---

<sup>16</sup> D.M. 20 dicembre 2017, pubblicato sulla G.U. n. 300 del 27 dicembre 2017.

<sup>17</sup> Sulla gestione della liquidità presente nel Conto disponibilità e sulle operazioni svolte in ambito OPTES si veda più avanti par. I.4.

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

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

Come già segnalato nei rapporti degli anni precedenti, in Italia la gestione del debito si è focalizzata su due rischi principali: quello di tasso di interesse e quello di rifinanziamento. Per quanto riguarda il primo, il Tesoro mira a minimizzare le conseguenze sull'onere del debito dei movimenti dei tassi di interesse ai quali il debito stesso viene collocato. Circa il rischio di rifinanziamento, la gestione mira a distribuire più uniformemente nel tempo le scadenze per agevolare il collocamento di nuovo debito. Infatti, presentandosi in questo modo sul mercato per volumi adeguati alla sua capacità di assorbimento, si contribuisce ad evitare rialzi indesiderati del costo di finanziamento.

Da un punto di vista generale, questo approccio alla gestione del debito può apparire del tutto analogo con la prassi seguita da altri DMO. Per l'Italia sussistono però alcune specificità, che hanno necessariamente portato il Tesoro ad un atteggiamento ancora più prudentiale nei confronti del rischio. Esse sono la conseguenza di un debito elevato (sia in termini assoluti e sia in rapporto al PIL) e riguardano due aspetti diversi della gestione del debito.

Il primo è costituito dal fatto che per l'Italia una componente significativa del livello dei tassi di interesse all'emissione dei titoli di Stato è costituita dal premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori per finanziare un soggetto altamente indebitato<sup>18</sup>. Tale componente è poco correlata al ciclo economico ed introduce una differenza significativa con quanto accade a Paesi con debito più contenuto o il cui merito di credito è percepito come più elevato. Per questi ultimi, infatti, i movimenti dei tassi d'interesse sul debito sono di gran lunga più coerenti con il ciclo economico, rendendo meno cruciale la gestione del rischio di tasso ai fini della dinamica del rapporto debito/PIL. Per la Repubblica Italiana, invece, il premio di rischio nel medio periodo tende ad essere correlato con la percezione della sostenibilità del debito più che con la crescita economica. Per supportarne la sostenibilità, è quindi necessario che la composizione del debito risulti il più possibile resiliente a eventuali andamenti futuri sfavorevoli delle condizioni di rifinanziamento (rendimenti, struttura della domanda etc.).

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

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

---

<sup>18</sup> A seguito dell'introduzione della moneta unica, la percezione e valorizzazione del rischio di credito per i Paesi con alto debito dell'Area Euro erano molto diminuite; tuttavia esse sono riemerse dopo l'inizio della crisi finanziaria globale del 2007-2008, e soprattutto con la successiva crisi del debito sovrano, dopo la quale gli spread di credito tra i Paesi ad alto debito e gli altri non sono ritornati ai livelli di allineamento precedenti la crisi.

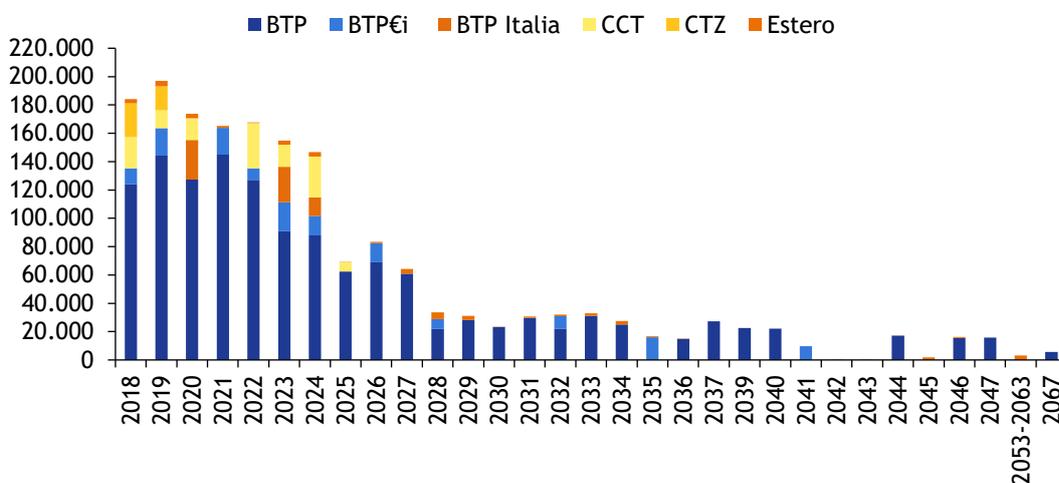
## Le misure del rischio di rifinanziamento e gli strumenti per la sua gestione

L'indicatore di riferimento per quantificare 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 nominale<sup>19</sup> di ciascun titolo. Alla fine del 2017 la vita media del debito in titoli di Stato aveva raggiunto 6,90 anni (erano 6,52 nel 2015 e 6,76 nel 2016). Si era quindi al terzo anno consecutivo di incremento, dopo che nel 2015 si era arrestata la fase di discesa che durava dal 2011.

Le Linee Guida per il 2018 miravano quindi a consolidare i risultati raggiunti in termini di vita media (compatibilmente con le condizioni di mercato), al fine di agevolare il più possibile il rifinanziamento del debito nei prossimi anni.

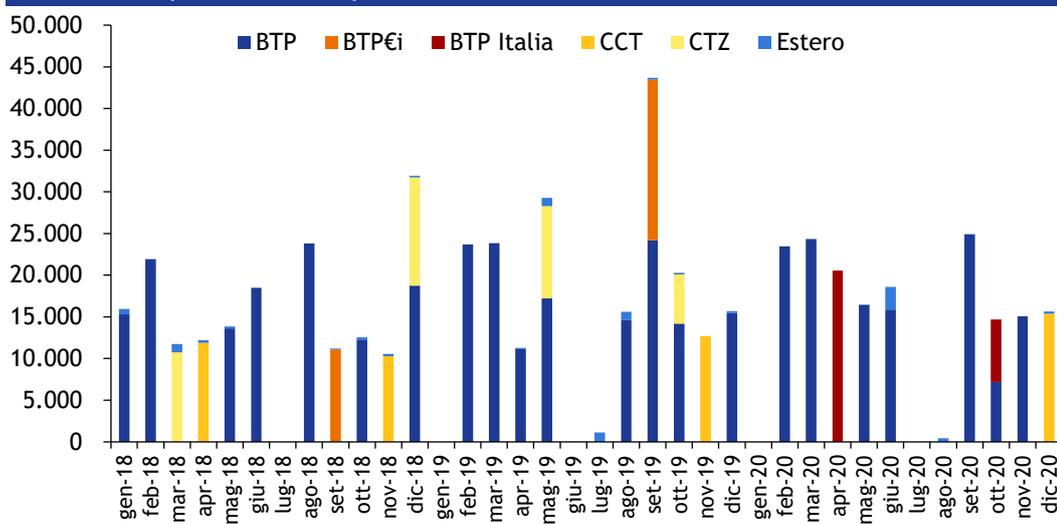
Parallelamente, la gestione del rischio di rifinanziamento doveva essere perseguita mediante una graduale riduzione dei volumi di titoli in scadenza negli anni di più elevata concentrazione dei rimborsi, rendendone il profilo maggiormente uniforme. In particolare, visto il profilo annuale delle scadenze a fine 2017 (Grafico I.1), nonché quello mensile fino al 2020 (Grafico I.2), veniva posto l'obiettivo principale di ridurre i volumi in scadenza nel biennio 2019-2020. A tal fine si prevedeva di far ricorso ad operazioni di riacquisto e concambio su tutte le tipologie di titoli di Stato in circolazione, in particolare sui titoli dotati di un elevato importo in circolazione.

**GRAFICO I.1: PROFILO ANNUALE DELLE SCADENZE – TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE IN ESSERE AL 31.12.2017 (MILIONI DI EURO)**



<sup>19</sup> 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.2: PROFILO MENSILE DELLE SCADENZE – TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE IN ESSERE AL 31.12.2018 (MILIONI DI EURO)**



Infine, in aggiunta agli obiettivi sopra menzionati, le politiche di emissione dovevano mirare anche a stabilizzare il saldo del Conto disponibilità, neutralizzando il più possibile le fluttuazioni di breve e brevissimo termine delle disponibilità liquide del Tesoro.

## Le misure del rischio di tasso di interesse

I tre principali indicatori usati per quantificare il rischio di tasso d'interesse sono (i) la *duration* o durata finanziaria, pari al tempo medio ponderato di pagamento dei flussi di capitale ed interessi, (ii) l'*average refixing period*, cioè il tempo medio impiegato dal portafoglio per "agganciare" i mutamenti di tasso di interesse, ed infine (iii) 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<sup>20</sup>.

Il Decreto Cornice per il 2018 all'art. 2, comma 2, disponeva di contenere il costo complessivo dell'indebitamento compatibilmente non solo con la protezione sia dal rischio di rifinanziamento sia dall'esposizione ai mutamenti dei tassi di interesse. La situazione di mercato a fine 2017 evidenziava, d'altro canto, prospettive incerte: dopo diversi mesi di calo, proprio a fine 2017 lo spread BTP-*Bund* aveva iniziato un rialzo relativamente consistente. Ciò rendeva più sfidante l'obiettivo di un ulteriore aumento di durata finanziaria ed *average refixing period*, rispetto a quanto conseguito nel 2017. Per gestire il livello di questi indicatori di rischio in maniera da stabilizzarli, se non migliorarli, l'attività di emissione avrebbe quindi dovuto essere accompagnata da operazioni di intervento sull'esistente: riacquisti, concambi e strumenti derivati.

<sup>20</sup> Vedasi il Focus "I principali indicatori quantitativi del rischio di tasso di interesse" a pag. 22 del Rapporto Annuale sul Debito Pubblico 2014, reperibile all'indirizzo già citato alla nota 8 di questo Capitolo.

L'analisi di *Cost at Risk (CaR)* viene invece utilizzata per individuare, con una determinata probabilità, un livello di costo atteso da non superare, nonché tutte quelle composizioni delle emissioni di titoli le cui combinazioni di costo/rischio si collochino su una frontiera efficiente, siano cioè tali da risultare dominanti - per un dato livello di costo o di rischio - rispetto ad ogni altra ipotetica composizione del portafoglio di emissioni.

Da un punto di vista tecnico, lo strumento per questa analisi è il modello sviluppato internamente ed in uso ormai da alcuni anni presso la Direzione del Debito Pubblico, denominato SAPE (*Software di Analisi dei Portafogli di Emissione*).

Per testare le caratteristiche di ipotetici portafogli di emissione si procede a stimare per ciascuno di essi, su un dato periodo temporale futuro, sia il costo in termini di spesa per interessi, sia il suo rischio di tasso (*Cost-at-Risk*) calcolato in diversi possibili scenari di evoluzione dei tassi di interesse e di inflazione. La base dati per il debito in circolazione utilizzata da SAPE a fine 2017 era composta dai titoli domestici, strumenti derivati e titoli denominati in dollari USA. Circa questi ultimi, la *policy* prevede che le eventuali emissioni in valuta estera vengano effettuate a condizioni di costo<sup>21</sup> generalmente migliori, o almeno pari, a quelle ottenibili con equivalenti strumenti domestici. Pertanto, per stimare i costi di rifinanziamento delle scadenze future dei titoli denominati in dollari si sono utilizzati i dati riguardanti i titoli domestici e non sono state previste nuove operazioni in derivati per la gestione del rischio di tasso.

### **Il ruolo della strategia di emissione per la gestione del *trade-off* rischio di tasso/costo per il 2018**

Una politica di emissione che miri all'allungamento della vita media, dell'*average refixing period* o della durata finanziaria, cioè a migliorare gli indicatori di rischio di rifinanziamento e di tasso di interesse, è da valutare sempre tenendo conto dei maggiori costi che tale strategia comporta. Il mercato richiede infatti, come già ampiamente ricordato, una remunerazione più elevata per titoli con scadenze più lunghe. Pertanto, la programmazione del portafoglio di emissioni per l'anno deve stimare quantitativamente il costo marginale richiesto dal mercato a fronte del miglioramento atteso degli indicatori di rischio, in modo da poter individuare un *trade-off*. Per affrontare questo esercizio, in occasione della definizione delle "Linee Guide per l'anno 2018" alla fine del 2017, la Direzione del Debito Pubblico ha preliminarmente individuato un insieme di possibili portafogli di emissione su titoli domestici, giudicati compatibili con le condizioni di mercato e le caratteristiche fondamentali della gestione del debito pubblico in Italia. Tali portafogli sono stati selezionati per la loro fattibilità concreta, anche tenendo conto di analisi di mercato prodotte da centri di ricerca finanziaria, banche, banche centrali e altre istituzioni finanziarie.

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

1. le scadenze dei titoli a medio-lungo termine previste per il 2018 (pari a circa 184 miliardi di euro),

---

<sup>21</sup> Ivi compresi i costi della copertura dai rischi di cambio.

2. i BOT già in circolazione (pari a circa 106 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,
3. il fabbisogno di cassa del Settore Statale, previsto allora nella misura di poco inferiore ai 50 miliardi di euro<sup>22</sup>,
4. nonché garantire sufficienti disponibilità liquide per il Tesoro, per provvedere a tutte le esigenze di gestione della cassa.

Di seguito vengono riportate sinteticamente le caratteristiche dei dieci portafogli analizzati:

**Portafoglio A (o Portafoglio 2017):** è la composizione delle emissioni domestiche adottata nel 2017, caratterizzata, in termini lordi, da un 36% circa di emissioni di BOT, pressoché equamente suddivise tra la scadenza annuale e la semestrale, poco meno del 7% di CTZ, circa il 7,5% di CCTeu e quasi il 7% di titoli indicizzati (quota comprensiva di BTP€i e BTP Italia). Il comparto dei BTP nominali è quindi rappresentato - per differenza - da una quota considerevole e pari a oltre il 43%. Fra questi, circa il 17% è rappresentato dai titoli più brevi del comparto (3 e 5 anni), quasi il 17% dalle scadenze a 7 e 10 anni e, infine, una quota sul segmento a più lungo termine del 9% circa;

**Portafoglio B:** rispetto al Portafoglio A, la principale ricomposizione è avvenuta ipotizzando un incremento considerevole (dal 7% al 17% complessivamente) della quota dei titoli indicizzati all'inflazione italiana e soprattutto europea. Parallelamente all'incremento sui BTP€i, sono state ridotte le quote sui BTP nominali, tenendo conto delle analoghe scadenze.

Ad eccezione del comparto BOT, pressoché invariato, tutti gli altri segmenti si riducono, inclusi CCTeu e CTZ. Tale portafoglio non era effettivamente praticabile, viste le dimensioni della quota di emissione sui comparti inflazione. È stato elaborato allo scopo di verificare ed evidenziare quale sarebbe stato l'impatto, sulla spesa e sul rischio, di un aumento dell'esposizione del debito all'inflazione (sia domestica che europea).

**Portafoglio C:** rispetto al Portafoglio A, è sostanzialmente invariata la quota di BOT ed è azzerata la quota di emissione sui titoli indicizzati all'inflazione europea. Viceversa, l'ammontare che nel Portafoglio A è riservato ai titoli BTP€i viene collocato principalmente sui titoli BTP Italia ed in parte anche sul comparto CCTeu. Con questo portafoglio si è inteso cogliere gli effetti derivanti da un potenziale andamento divergente tra inflazione europea e quella italiana, aumentando l'esposizione alla seconda rispetto alla prima;

**Portafoglio D:** rispetto al Portafoglio A, ipotizza uno sbilanciamento delle emissioni sui segmenti di curva a medio-lungo termine rispetto ai comparti a breve termine. In particolare, ad eccezione del BOT che resta invariato, viene ridotto di oltre due punti percentuali il CTZ, dimezzate le emissioni sui segmenti brevi (3 e 5 anni) del BTP nominale e dell'inflazione nonché sul comparto CCTeu. Viceversa, si

<sup>22</sup> Dato sottostante le previsioni di finanza pubblica per il 2018 inserite nella Nota di Aggiornamento al DEF del 2017 e rimasto invariato nel successivo DPB.

ipotizza un incremento delle emissioni nel tratto intermedio della curva BTP nominale ma soprattutto del tratto a lungo termine nominale ed inflazione. L'analisi di questo portafoglio voleva evidenziare gli effetti derivanti da una strategia di emissione fortemente sbilanciata sulle scadenze lunghe, in particolare quantificare i costi aggiuntivi eventualmente da sostenere per ottenere un allungamento di *duration* e vita media del debito, con evidenti benefici in termini di riduzione del rischio di tasso e di rifinanziamento.

**Portafoglio E:** si tratta di un portafoglio non dissimile dal Portafoglio D, tuttavia meno sbilanciato sul comparto a lungo termine rispetto a quest'ultimo. Le emissioni sul comparto BTP nominale a 3-5 anni si attestano sul 10% circa, mentre gli incrementi sono in parte sul segmento centrale della curva BTP nominale (BTP con scadenza 7 e 10 anni) ma soprattutto sui comparti a lungo termine della curva nominale (BTP con scadenze superiori ai 15 anni) e del comparto inflazione. Questa simulazione intendeva valutare l'impatto, in termini di costo-rischio, di un portafoglio in cui le emissioni sui segmenti a lungo termine fossero sovrappesati rispetto al portafoglio preesistente.

**Portafoglio F:** il portafoglio vede un incremento sostanziale di BOT e CTZ (complessivamente pari a circa il 14%), una riduzione ampia di tutto il comparto BTP, soprattutto sulle scadenze a 5 e 7 anni, accompagnata da una modesta ricomposizione degli indicizzati a favore dei BTP€i. Allo stesso tempo si è ipotizzato un incremento, sebbene limitato, dei comparti a lungo termine, quelli oltre i 15 anni. In questo caso si è selezionato un portafoglio con emissioni sbilanciate sulla parte breve e lunga della curva, alleggerendo la parte intermedia al fine di valutare quali sarebbero stati gli effetti di una tale strategia sull'incremento del rischio di tasso e sui costi medi all'emissione e come si sarebbe posizionato questo portafoglio rispetto alla curva efficiente.

**Portafoglio G:** si è simulato un portafoglio estremo, con scelte di emissione sbilanciate soprattutto su strumenti a breve termine ed in particolare con circa il 70% delle stesse su BOT e CTZ a scapito delle emissioni sui segmenti a lungo termine e quelli con durata intermedia. Questo portafoglio molto esposto sugli strumenti a breve termine consente di valutarne le proprietà in termini di potenziale incremento del rischio di tasso, a fronte di una quasi certa riduzione dei costi medi all'emissione.

**Portafoglio H:** rispetto al Portafoglio A, vede una ricomposizione del comparto BTP con lievi riduzioni dei segmenti a 3 e 5 anni ed a 30 e 50 a beneficio dei segmenti a 5, 7 e 10 anni. I BOT sono invariati e i CTZ lievemente ridotti. Il comparto inflazione è lievemente incrementato, in parte su BTP Italia ed in parte sui segmenti più lunghi dei titoli indicizzati all'inflazione europea. Si tratta di un portafoglio che tende a privilegiare i punti centrali della curva sottopesando le emissioni fino al punto 3 anni della curva nonché i punti estremi (30 e 50 anni) per testarne le proprietà in termini di variazione del rischio di tasso rispetto alla variazione attesa dei costi medi all'emissione;

**Portafoglio I:** rispetto al Portafoglio A, sono presenti lievi modifiche ed in particolare: circa 3% in più di emissioni sul comparto BOT; una lieve riduzione sul segmento a 3 anni, una riduzione di quasi 1,5 punti percentuali sul comparto BTP Italia con un corrispondente aumento delle emissioni sul comparto BTP€i soprattutto a lungo termine; lieve aumento anche dei CCTeu. Si tratta di un portafoglio che

rispetto al portafoglio A riflette meglio le condizioni della domanda prevalenti al momento della simulazione.

**Portafoglio L:** rispetto al Portafoglio I, tende a sovrappesare lievemente i segmenti lunghi della curva BTP nominale ed inflazione, a scapito del comparto BOT. Tutti gli altri settori restano invariati. Si tratta di un portafoglio costruito sull'impianto del portafoglio I ma con l'intento di valutare gli effetti in termini di costo-rischio qualora si fosse optato per una strategia volta ad incrementare la vita media e la *duration* dello *stock* dei titoli di Stato.

L'analisi è stata svolta su un orizzonte trentennale per ciascun portafoglio di emissione. Ne sono stati esaminati gli effetti nel primo quadriennio 2018-2021. Ai diversi portafogli di emissione sono stati applicati 200 scenari generati dal modello SAPE per la curva dei rendimenti italiana, le curve *zero coupon inflation swap*<sup>23</sup> per i titoli indicizzati all'inflazione italiana ed europea e l'EURIBOR semestrale. La generazione degli scenari dei tassi di interesse ha tenuto conto dell'informazione relativa alla durata del programma PSPP, che si sarebbe estesa molto probabilmente per buona parte del 2018.

La misura di costo utilizzata è stata quella dell'evoluzione attesa della spesa per interessi media mensile nel quadriennio considerato. Per il rischio si adottano due misure: una è data dalla differenza tra (i) l'evoluzione della spesa media mensile per interessi nel quadriennio che lascia solo un 5% di probabilità che questa possa essere più elevata e (ii) quella attesa di cui sopra (*Relative Cost-at-Risk*); l'altra è relativa alla deviazione *standard* dell'incremento medio mensile della spesa per interessi tra i vari scenari. Di ogni portafoglio sono state simulate le caratteristiche in termini di impatto sull'evoluzione della vita media del debito e quindi sul rischio di rifinanziamento.

Dei 10 portafogli analizzati, quello B appare dominare gran parte degli altri. Sotto l'aspetto del rischio, questo si deve ad una forte presenza della componente a lunga scadenza indicizzata all'inflazione e alla riduzione dei CCTeu. Per quanto riguarda il costo, al fatto che i livelli di BEI/BEI Italia sono in media più elevati dell'inflazione euro/FOI<sup>24</sup>.

Degli altri portafogli, 6 danno risultati molto simili (A, C, F, H, I, L) in termini di costo-rischio, mentre quelli più estremi (D, G) ed il portafoglio E sono stati scartati perché evidentemente troppo rischiosi o costosi rispetto a portafogli alternativi.

Il Portafoglio I è risultato essere tra i più efficienti, nel senso che - con la sola eccezione del portafoglio B, largamente sbilanciato sul comparto inflazione - si è constatato come tutti gli altri consentano di conseguire un rischio minore, ma solo a prezzo di un costo atteso significativamente più elevato. Salvo i portafogli estremi e quello E, gli altri 7 portafogli presentano un percorso lento di riduzione della vita

<sup>23</sup> Le curve *zero coupon inflation swap* sono comunemente usate per apprezzare 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.

<sup>24</sup> La BEI (*Break Even Inflation*) è quella misura di tasso d'inflazione (su scala europea o italiana) che deve essere ipotizzata per permettere al rendimento a scadenza di un titolo indicizzato di uguagliare quello di un bond a cedola fissa (ad es. un BTP nominale) di analoga vita residua. Ciò al fine di porre l'investitore in una situazione di indifferenza rispetto alla tipologia di titolo da sottoscrivere. BEI elevate generano titoli con cedole (reali) basse.

media che porta ad un incremento moderato del rischio di rifinanziamento, con l'eccezione del portafoglio F che però presenta emissioni sul lungo termine molto impegnative e rischio di tasso più elevato per via dell'ampia quota delle emissioni sul comparto BOT.

Dall'uso del modello è quindi emerso che nel 2018, escludendo il portafoglio B (nel quale l'incremento dei titoli indicizzati all'inflazione sarebbe stato tale da essere difficilmente assorbibile dal mercato senza alterare l'equilibrio tra la domanda e l'offerta), sarebbe risultato ottimale un lieve incremento della quota di BOT, CCTeu e del segmento BTP€i sulle scadenze sopra i 10 anni, compensato da una riduzione lieve nel segmento BTP Italia e dei segmenti extra-lunghi del comparto BTP.

### **Il ruolo delle operazioni in derivati per la gestione del *trade-off* rischio di tasso/costo per il 2018**

Una strategia efficace di gestione non può ovviamente limitarsi a incorporare i titoli di nuova emissione nel portafoglio lasciando passivamente i successivi mutamenti della composizione dei rischi all'esito delle aste di collocamento e delle scadenze. Deve invece consentire di poter gestire i rischi di costo e tasso del proprio portafoglio di debito su base continuativa, anche in epoca successiva all'emissione dei titoli che lo compongono. A questo scopo, come molti altri emittenti sovrani, il Tesoro fa uso di derivati, oltre che di operazioni di concambio e riacquisto.

#### **PER SAPERNE DI PIÙ**

##### **Il ruolo e la tipologia delle operazioni in derivati del Tesoro**

Il settore dei derivati è in linea di principio amplissimo, ricomprendendo operazioni che hanno strutture e finalità molto diverse e riguardano quasi ogni comparto della finanza e dell'economia. Per gli emittenti sovrani come il Tesoro, l'uso è focalizzato su un limitato numero di tipologie di derivati e per specifici obiettivi di gestione dei rischi sottesi al proprio portafoglio di debito, in particolare dei rischi di tasso e di cambio. Nell'allegato sottoindicato sono illustrati il ruolo che i derivati svolgono nella gestione del debito pubblico italiano e le tipologie di operazioni usate.

- Cfr. Allegato 3 a pag. 108

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

L'attività di gestione del portafoglio di derivati doveva inoltre tener conto di due aspetti principali: (i) l'attuazione del progetto volto a introdurre i contratti di garanzia su tali operazioni e (ii) i vincoli sussistenti su alcune tipologie.

Quanto al primo aspetto, nel dicembre 2017 veniva emanata la normativa secondaria<sup>25</sup> che definiva le modalità di implementazione di un sistema di contratti di garanzia bilaterale (cosiddetti *Credit Support Annex - CSA*) su tali operazioni. La prestazione di queste garanzie è uno standard di mercato. Una volta implementata, era previsto poter riguardare sia selezionati contratti in essere (supportando quindi la gestione delle posizioni esistenti), sia soprattutto la copertura con *cross currency swap* del rischio di cambio di eventuali nuove emissioni in valuta estera. Si sarebbe così agevolato il ritorno del Tesoro su mercati diversi da quello dell'euro e l'allargamento della base di investitori. Il primo e fondamentale settore di attività del 2018 era quindi costituito dalla pratica implementazione dei CSA. Nel successivo Cap. III si dà conto in dettaglio, oltre che delle attività svolte a questo fine, della struttura del sistema implementato dal Tesoro italiano.

Circa il secondo aspetto, nel settembre 2014 nuove regole sono state fissate da Eurostat per la registrazione contabile del valore di mercato dei derivati limitatamente a quegli *swap* che siano il frutto di ristrutturazioni di *swap* preesistenti o dell'esercizio di *swaption*. Per questi casi particolari, infatti, è stato stabilito che tali operazioni abbiano un impatto sul livello dello *stock* di debito (ancorché meramente contabile, dato che non richiedono un effettivo ricorso al mercato). L'attività in derivati nel 2018 doveva pertanto complementare l'attività di emissione anche tenendo conto dei più generali obiettivi di finanza pubblica, alla luce dei riflessi contabili prodotti dalla normativa europea, continuando nel contempo a contribuire all'aumento dell'*average refixing period* e della durata finanziaria (*duration*) del debito<sup>26</sup>.

In sintesi, quindi, nel 2018 l'attività di gestione del portafoglio derivati si è focalizzata sulla progressiva implementazione del sistema di garanzie bilaterali e sulla ristrutturazione di transazioni già presenti nel portafoglio derivati, per le quali si riscontravano elementi di criticità insorti a seguito delle citate modifiche statistico-contabili. In particolare, l'obiettivo perseguito è stato principalmente quello di intervenire su *swaption* con esercizio previsto nell'anno, al fine di ridurre l'incremento di debito derivante dalla generazione degli *off-market swap* ad esse sottesi, come previsto dal nuovo schema contabile armonizzato europeo SEC 2010.

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

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

<sup>25</sup> Il già citato D.M. 20 dicembre 2017.

<sup>26</sup> Ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 (Legge 30 dicembre 2004, n.311), sono stati stipulati alcuni contratti derivati riferiti a mutui attivi nei confronti di enti pubblici, trasferiti al Tesoro dal bilancio della Cassa Depositi e Prestiti a seguito della trasformazione di quest'ultima in società per azioni (articolo 5 del Decreto-Legge n. 269 del 2003 - c.d. "collegato" alla Legge finanziaria per il 2004 - convertito, con modificazioni, dalla Legge n. 326 del 2003). L'importo nozionale di tali contratti è di poco superiore al 2% dell'intero portafoglio di derivati del Tesoro, come si mostra in dettaglio nella Tabella III.15 (Capitolo III). Questi contratti non rientrano nella gestione del debito e pertanto non sono oggetto del presente Rapporto.

### Le scelte di emissione dei titoli domestici ed esteri

Le Linee Guida 2018 definivano la politica di emissione per il 2018 in considerazione degli obiettivi in termini di vita media, *duration* e *average refixing period* sopra menzionati e dei risultati dell'analisi sul *trade-off* costo/rischio. Considerati i minori volumi da offrire al mercato rispetto al 2017, e compatibilmente con le condizioni del mercato, le scelte di emissione dovevano pertanto mirare a:

- 1) calibrare le emissioni BOT in modo da ottenere uno *stock* di fine 2018 sostanzialmente in linea con le scadenze dell'anno, non escludendo che potessero essere lievemente superiori per tener conto delle condizioni di mercato e per la gestione di potenziali squilibri di cassa di breve termine. In ogni caso, la quota dei BOT a fine 2018 sullo *stock* dei titoli di Stato avrebbe continuato ad essere estremamente contenuta;
- 2) mantenere l'emissione regolare su base mensile dei CTZ, visto l'esito positivo di questa scelta nel 2017, per garantire il buon funzionamento del mercato secondario e senza discostarsi troppo dal rinnovo dei volumi in scadenza;
- 3) diminuire in valore assoluto le emissioni di BTP a 3 e 5 anni, pur mantenendone invariata la quota sul totale delle emissioni;
- 4) mantenere invece su volumi complessivi simili a quelli dell'anno precedente le emissioni di BTP a 7 e 10 anni, in modo da far salire lievemente la loro quota nell'ambito del portafoglio di emissione;
- 5) sulle scadenze nominali a più lungo termine, mantenere una presenza continua sul mercato, approfittando dell'ampio ventaglio di scadenze disponibili (15, 20, 30 e 50 anni) e ricorrendo sia alla riapertura di titoli in circolazione che all'emissione di nuovi. Sul comparto, si era previsto di ricorrere principalmente a sindacati di collocamento, visti i benefici sperimentati in termini di flessibilità, penetrazione immediata nei portafogli degli investitori finali e *performance* sul mercato secondario;
- 6) emettere CCTeu per un importo superiore alle scadenze, anche per tenere conto del gradimento particolarmente elevato incontrato dallo strumento presso una platea sempre più ampia di operatori, prevalentemente domestici ma non solo. Non era tuttavia previsto un incremento significativo della quota di questi titoli rispetto allo *stock* complessivo dei titoli di Stato;
- 7) continuare ad assicurare una presenza rilevante sui BTP€i, con volumi in offerta superiori a quelli del 2017. Si sarebbero inoltre esaminate le condizioni per il lancio di nuovi titoli sul segmento a 5 anni e su quello a più lungo termine, dopo il lancio del nuovo decennale effettuato nel 2017;
- 8) garantire almeno un'emissione a 6 anni del BTP Italia, ritornando alla scadenza di 6 anni, anche in virtù del fatto che non vi erano titoli in scadenza nell'anno. Tuttavia, analogamente al 2017, il Tesoro avrebbe valutato la possibilità di porre in essere operazioni di concambio o riacquisto sui titoli dotati di un importo in circolazione particolarmente elevato, al fine di contribuire alla gestione del profilo dei rimborsi dei prossimi anni;
- 9) valutare, in relazione alle condizioni di mercato e in relazione alla progressiva implementazione del sistema di collateralizzazione per gli *swap* di copertura del rischio di cambio, la possibilità di rientrare sul mercato del dollaro con emissioni a valere sul Programma *Global*. Valutare inoltre eventuali emissioni

di titoli del programma MTN per soddisfare la domanda di collocamenti privati primari investitori istituzionali e in ogni caso subordinatamente a requisiti minimi<sup>27</sup> di formato dell'emissione.

### **Le operazioni di gestione del debito successive all'emissione**

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

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

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

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

Nelle Linee Guida per il 2018 si citavano pertanto le operazioni straordinarie di concambio e riacquisto come importanti strumenti nella strategia del Tesoro al fine di gestire il profilo delle scadenze, principalmente nel biennio 2019-2020. Le Linee Guida precisavano inoltre che le operazioni di riacquisto avrebbero potuto realizzarsi anche direttamente sul mercato regolamentato (come per le operazioni di concambio) e che sarebbero state anche mirate ad agevolare il processo di riduzione dello *stock* di debito in circolazione.

Infine, l'attività in derivati sarebbe consistita in una gestione attiva del portafoglio in essere, indirizzata verso eventuali ristrutturazioni del portafoglio esistente, con l'obiettivo di trasformarne il profilo finanziario e/o gli impatti in termini di debito. Il sistema di accordi di collateralizzazione era previsto poter riguardare anche selezionati contratti in essere, agevolando la gestione delle posizioni esistenti e, soprattutto, avrebbe potuto consentire di coprire con *cross currency swap* il rischio di cambio di eventuali nuove emissioni in valuta estera.

---

<sup>27</sup> Scadenza almeno pari a tre anni, ammontare minimo almeno pari a 200 milioni di euro e un importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro

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

### Il Conto disponibilità per il servizio di Tesoreria

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

In Italia, la liquidità in questione è custodita prevalentemente sul Conto disponibilità, il conto detenuto dal Tesoro presso la Banca d'Italia in cui sono registrati gli incassi e i pagamenti svolti nell'ambito del servizio di Tesoreria dello Stato. Il saldo di questo conto è, in sostanza, la sommatoria di tutti i conti aperti presso la Tesoreria<sup>28</sup>. In linea con la normativa comunitaria, che vieta alle Banche centrali degli Stati membri di concedere qualsiasi forma di finanziamento ai governi, il Conto non può presentare saldi a debito.

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

Tali criticità hanno fatto sì che anche per il 2018, in continuità con gli anni precedenti, il Tesoro perseguisse per la gestione del Conto disponibilità l'obiettivo di conseguire *“un'efficiente movimentazione delle giacenze liquide, in relazione alla strategia di emissione dei titoli di Stato, alle condizioni prevalenti sul mercato e ai vincoli imposti dalle disposizioni di politica monetaria”*.

### L'operatività OPTES

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

---

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

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 le quali il Tesoro è di norma investitore della 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 2018**

I principi per la gestione della liquidità sono stati stabiliti nella Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del MEF, nel Decreto Cornice, nonché alle indicazioni contenute nelle Linee Guida della gestione del Debito Pubblico per il 2018. In particolare, nella Direttiva generale si prevedeva di focalizzarsi sul miglioramento del modello per l'elaborazione delle previsioni giornaliere sulla liquidità del Conto disponibilità e che il monitoraggio e la gestione del Conto disponibilità dovessero mirare alla stabilizzazione del saldo. Il Decreto Cornice stabiliva che la gestione del Conto fosse mirata ad un'efficiente movimentazione delle giacenze liquide, in relazione alla strategia di emissione dei titoli di Stato, alle condizioni prevalenti sul mercato e ai vincoli imposti dalle disposizioni di politica monetaria. Le Linee Guida, infine, indicavano l'obiettivo di mantenere una costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso una quotidiana operatività OPTES caratterizzata, prevalentemente, da aste o negoziazioni bilaterali di impiego della liquidità, con durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato. Si prevedeva inoltre di poter introdurre ulteriori strumenti di impiego bilaterale, con la finalità di migliorare la diversificazione e redditività della gestione della liquidità, in un'ottica di contenimento dei rischi di controparte.

Non essendo intervenute modifiche al quadro normativo<sup>29</sup>, per quanto attiene la gestione della liquidità, si è continuato a far riferimento al Decreto Cornice che rimanda sostanzialmente al decreto ministeriale del 25 ottobre 2011.

L'attività di *cash management* nell'anno in oggetto si è posta quindi in sostanziale continuità con l'anno precedente, in quanto permaneva il quadro regolamentare in vigore nel 2017 e si confermavano gli interventi di allentamento

<sup>29</sup> Per il dettaglio delle disposizioni in materia di gestione della liquidità si rinvia alle sezioni I.4 e IV.4 del Rapporto sul Debito Pubblico 2014 e alle medesime sezioni del Rapporto sul Debito Pubblico 2015. Si vedano inoltre la Decisione BCE/2014/23 ([https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0015\\_en\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0015_en_txt.pdf)) e l'indirizzo BCE/2014/22 ([https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj\\_jol\\_2014\\_168\\_r\\_0017\\_en\\_txt.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/oj_jol_2014_168_r_0017_en_txt.pdf))

quantitativo promossi dalla BCE nel corso degli ultimi anni. L'operatività è stata principalmente orientata al contenimento degli effetti delle decisioni di politica monetaria che, tra l'altro, impongono una penalizzazione per i depositi governativi detenuti presso le banche centrali nazionali. Tali depositi sono assoggettati al tasso della *deposit facility*, se negativo, e al tasso EONIA per la sola quota che non eccede lo 0,04% del PIL (nel 2018 pari a 691 milioni per l'Italia). Anche il 2018 si prospettava dunque come un anno complesso per la gestione della liquidità, dovendo perseguire l'obiettivo di dare attuazione al contesto normativo delineato negli anni precedenti e, al tempo stesso, fronteggiando un mercato monetario di non facile interpretazione, con tassi stabilmente in territorio negativo da diversi anni.



---

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

### II.1 LE POLITICHE MONETARIE E I RIFLESSI SUL MERCATO MONETARIO DELL'AREA EURO

#### Le politiche monetarie dell'area euro e degli USA

Nel corso del 2018, il contesto macroeconomico e geopolitico è stato caratterizzato da elementi di profonda discontinuità rispetto al 2017, soprattutto nel corso della seconda metà dell'anno. Iniziata nel corso del 2017 ed intensificatasi nel corso dei primi trimestri del 2018, la crescita nell'area dell'euro ha progressivamente perso slancio per effetto soprattutto del rallentamento del commercio estero, che ha condizionato negativamente ed in modo piuttosto uniforme tutti i Paesi europei. Il peggioramento delle prospettive di crescita si è accompagnato ad un allontanamento del tasso di inflazione dall'obiettivo fissato dalla BCE, prossimo ma inferiore al 2%. Il contributo negativo proveniente dal commercio estero è ascrivibile anche alla politica americana di inasprimento dei dazi su un'ampia gamma di prodotti commerciali scambiati con i paesi dell'UE e con la Cina. Effetti concreti sul commercio mondiale sono inoltre derivati, oltre che dai dazi effettivamente introdotti nel corso del 2018, anche dal solo annuncio di un possibile ulteriore e vasto ampliamento delle categorie di prodotto assoggettate a politiche protezionistiche.

Come nel 2017, anche nel 2018 le politiche monetarie adottate dai principali Paesi sviluppati sono state caratterizzate da scelte tendenzialmente divergenti. Negli Stati Uniti, la prolungata crescita economica, conseguita grazie ad una importante politica fiscale espansiva ed accompagnata dalla continua riduzione del tasso di disoccupazione, ormai inferiore al 4%, ha spinto la FED a proseguire nella sua politica di normalizzazione dei tassi di interesse. Nel corso del 2018 essa ha pertanto aumentato in ben tre circostanze i *funds rate* (fino al 2,25%), lasciando aperta la possibilità di ulteriori tre rialzi nel corso del 2019. Anche nell'area dell'euro al principio del 2018 si prevedeva nel corso dell'anno una fase di normalizzazione della politica monetaria da parte della Banca Centrale Europea. Il *trend* di crescita economica nei primi mesi del 2018 era in fase di consolidamento e le politiche non convenzionali - come l'*Asset Purchase Programme* (APP) - erano attese concludersi a fine settembre. Tuttavia, il progressivo deterioramento del quadro macroeconomico nell'area dell'euro e l'allontanarsi del raggiungimento del *target* di inflazione, stimata dalla BCE raggiungere l'1,7% nel 2020 dall'1,4% previsto a fine 2018, hanno posto le basi per un mantenimento della *stance* di *easing* monetario.

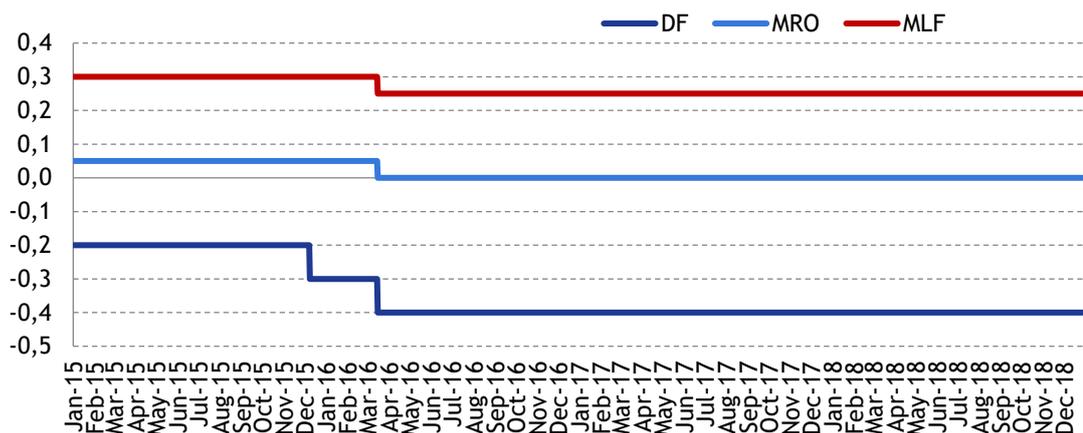
Nel 2018 la BCE ha pertanto proseguito il programma di operazioni di rifinanziamento principali (ORP) e le operazioni di rifinanziamento a più lungo

termine condotte mediante aste a tasso fisso con piena aggiudicazione degli importi richiesti. Tale programma, mirato ad offrire liquidità alle banche, è stato gradualmente ridotto, come preannunciato nell'ottobre del 2017<sup>1</sup> dal Consiglio direttivo della BCE. Nel mese di giugno, veniva preso l'impegno<sup>2</sup> a lasciare invariati i tassi al -0,40 per cento almeno fino alla fine dell'estate del 2019, mentre veniva annunciata un'estensione dell'APP fino alla fine dell'anno - anche se per importi dimezzati - ed un programma di reinvestimento dei soli ammontari di titoli in scadenza nell'anno. Nel corso dell'anno quindi gli acquisti netti di attività finanziarie ricompresi sotto l'APP, passati a gennaio da 60 a 30 miliardi, sono stati portati a 15 miliardi ad ottobre e si sono poi conclusi a dicembre. Nel corso dell'intero l'anno, l'Eurosistema ha tuttavia continuato a immettere liquidità reinvestendo integralmente il capitale rimborsato dei titoli detenuti in portafoglio. L'interruzione del programma di acquisti netti non ha avuto un impatto significativo sul livello di accomodamento monetario, che si è mantenuto in linea con quello dell'anno precedente. Nel complesso, la liquidità in eccesso detenuta dal sistema bancario è stata pari a 1.726 miliardi alla fine del 2018, in lieve diminuzione rispetto al 2017 che si era concluso poco oltre 1.800 miliardi.

## Il mercato monetario dell'area euro

Anche nel 2018 nessuna variazione è stata apportata ai tassi di riferimento della politica monetaria, rimasti ancorati ai livelli decisi nella riunione del marzo 2016. In dettaglio, i tassi di interesse applicati sulle operazioni di rifinanziamento principali (*main refinancing operations*, MRO) permangono a 0%, i tassi per le operazioni di rifinanziamento marginale (*marginal lending facility*, MLF) sono fissati a 0,25% mentre il tasso di deposito marginale (*deposit facility*, DF) è rimasto a -0,40%.

**GRAFICO II.1: CORRIDOIO DEI TASSI DI POLITICA MONETARIA 2015-2018 (VALORI PERCENTUALI)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

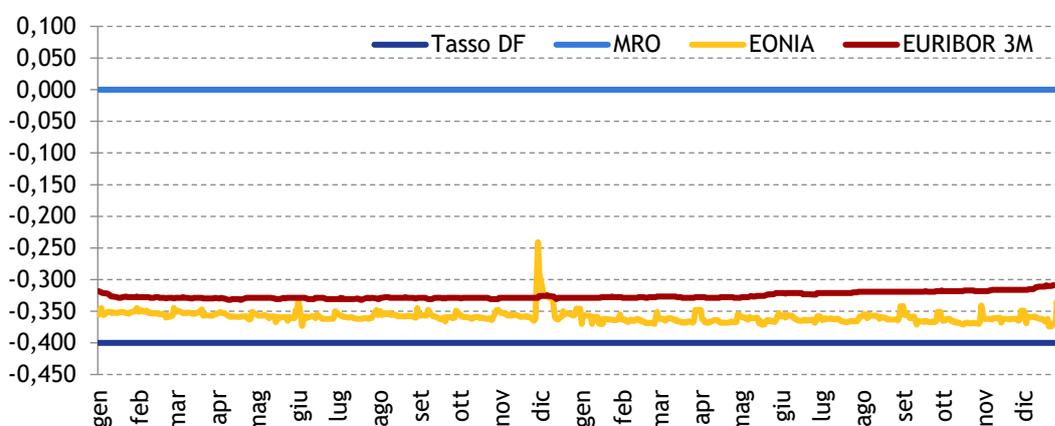
<sup>1</sup> Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2017/html/ecb.mp171026.it.html>

<sup>2</sup> Cfr. <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.en.html>

Anche i principali tassi del mercato interbancario sono rimasti praticamente invariati per tutto l'anno. Il tasso EONIA (*Euro OverNight Index Average*) che, come noto, in situazioni caratterizzate da un eccesso di liquidità si avvicina al tasso di *deposit facility* e si muove parallelamente ad esso, ha oscillato su livelli intorno a -0,36% per quasi tutto l'anno.

Il perdurare dell'ampio stimolo monetario e il mantenimento dei tassi ufficiali stabiliti dalla BCE a livelli ancora molto bassi per un lungo periodo di tempo ha avuto un effetto sui tassi *EURIBOR (EURO Inter Bank Offered Rate)*, che sono rimasti su valori stabili e negativi per tutto il periodo considerato. Ad esempio, nel corso dell'anno, come si può osservare nel grafico II.2, l'EURIBOR 3 mesi è oscillato tra quasi -0,33% di inizio anno al valore di -0,31% di fine anno.

**GRAFICO II.2: ANDAMENTO DEI PRINCIPALI TASSI DEL MERCATO MONETARIO 2017-2018 (VALORI PERCENTUALI)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

**FOCUS**

**I nuovi tassi di riferimento**

Nel 2012 il mondo della finanza era stato colpito dallo scandalo delle manipolazioni dei tassi benchmark, nello specifico del tasso LIBOR. Per tale ragione, il Financial Stability Board chiese alle Banche centrali nazionali di riformare la regolamentazione dei tassi di riferimento del mercato, introducendone di nuovi. I tassi benchmark svolgono un ruolo fondamentale nel sistema finanziario. Essi sono utilizzati dagli operatori di mercato come parametri di riferimento per regolare milioni di contratti (transazioni finanziarie, mutui, prestiti ecc.). La politica monetaria si trasmette attraverso i mercati finanziari; questi tassi svolgono quindi anche un ruolo fondamentale nell'attuazione e nel monitoraggio della trasmissione della politica monetaria della BCE.

La loro manipolazione è stata possibile perché il meccanismo di calcolo si basa su dati originati non già dalla rilevazione di transazioni effettivamente avvenute fra due controparti, ma da quotazioni unilaterali. Ad esempio, l'EURIBOR è un tasso interbancario calcolato attraverso delle quotazioni che quotidianamente un panel di banche europee fornisce all'EMMI (European Money Markets Institute), l'ente che si occupa della sua determinazione. Tali quotazioni non si riferiscono a transazioni effettivamente osservate sul mercato ma sono frutto di stime, effettuate dalle stesse banche, dei tassi d'interesse ai quali primarie banche attive nel mercato monetario dell'euro offrono depositi interbancari a termine in euro ad altre primarie banche. Essendo valutazioni unilaterali,

si prestano ad essere indirizzate verso un valore prestabilito, rendendo quindi il benchmark facilmente manipolabile

Il regolamento EU Benchmark Regulation 2016/10113 introduce nuove misure di rafforzamento dell'oggettività ed accuratezza dei benchmark con l'obiettivo di tutelare gli investitori, di garantire l'integrità dei mercati e la stabilità finanziaria. Il termine ultimo entro cui tutti i benchmark dovranno essere conformi ai parametri previsti dal regolamento è stato fissato al 31 dicembre 2021.

Sebbene sia calcolato sulle transazioni effettive e non su delle quotazioni fornite dalle banche, anche l'EONIA non è in linea con i parametri previsti dalla nuova EU BM Regulation e da ottobre 2019 sarà sostituito dal nuovo tasso short term, l'€STR (Euro Short Term Rate). Il limite del tasso EONIA consiste nel fatto che esso si basa su transazioni con bassi volumi e concentrate solo in alcuni Paesi, effettuate da un numero ridotto di banche che su base volontaria forniscono le quotazioni. Ciò comporta una maggiore vulnerabilità ad eventuali anomalie del mercato. L'€STR è considerato un indice più affidabile dell'EONIA perché è basato su un ammontare più ampio di transazioni e coinvolge un numero maggiore di operatori (circa 50 contro i 28 per il calcolo dell'EONIA). La maggiore consistenza dell'ammontare delle transazioni oggetto del calcolo dell'€STR è dovuta principalmente al fatto che se precedentemente le controparti coinvolte erano esclusivamente banche, nel calcolo del nuovo parametro si includono anche le operazioni concluse da controparti finanziarie diverse (imprese di assicurazione, fondi pensione, istituzioni finanziarie, ecc.). In sostanza, il mercato di riferimento non è più solo quello interbancario ma coincide con l'intero mercato monetario all'ingrosso. Un'ulteriore fondamentale differenza tra i due tassi riguarda l'orario di pubblicazione. L'€STR può essere pubblicato soltanto il giorno lavorativo successivo alla data di conduzione delle transazioni di riferimento, poiché la raccolta delle segnalazioni delle statistiche sui mercati monetari termina alle 7.00 del giorno lavorativo seguente. L'EONIA è invece pubblicato alle 19 dello stesso giorno lavorativo. Ciò comporta che tutti gli utenti, che attualmente fanno affidamento sulla disponibilità di un tasso di riferimento overnight nello stesso giorno in cui vengono effettuate le transazioni, dovranno predisporre le modifiche tecniche e procedurali necessarie per adeguarsi alla tempistica di pubblicazione dell'€STR.

Il nuovo tasso *short term* sarà pubblicato dal 2 ottobre 2019. L'EONIA continuerà ad essere calcolato sino al 3 gennaio 2022, aggiungendo uno *spread* al nuovo tasso *short term*. Lo scorso 31 maggio 2019 la BCE ha annunciato che lo *spread* da aggiungere al tasso €STR per il calcolo dell'EONIA è pari a 8,5 punti base.

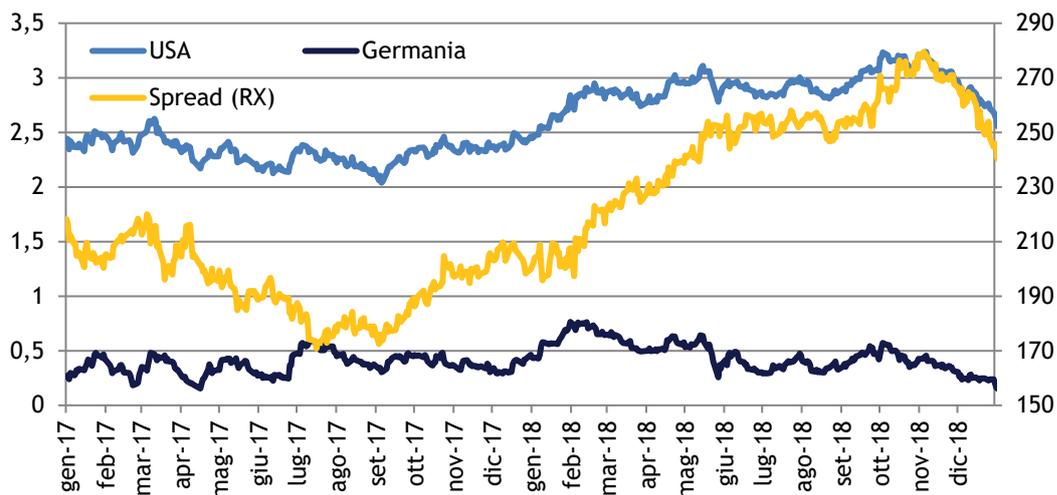
## II.2 I MERCATI OBBLIGAZIONARI DELL'AREA EURO

Il quadro macroeconomico e di politiche monetarie descritto nel precedente paragrafo ha generato di riflesso sul mercato dei titoli governativi dell'area dell'euro un *trend* evidentemente divergente da quello della curva dei rendimenti negli USA, dove i tassi sono saliti dal 2,45% di inizio 2018 fino a sfiorare la soglia del 3,25% di fine ottobre. Nei paesi "core" dell'area dell'euro, infatti, si è assistito ad un rialzo dei rendimenti per tutto il primo trimestre del 2018, in concomitanza con il rilascio di incoraggianti dati sulla crescita economica e di aspettative di ulteriori fasi di crescita robusta nei trimestri successivi. Quando il quadro macroeconomico

<sup>3</sup> Pubblicato nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione europea n. L-171/1 del 29 giugno 2016.

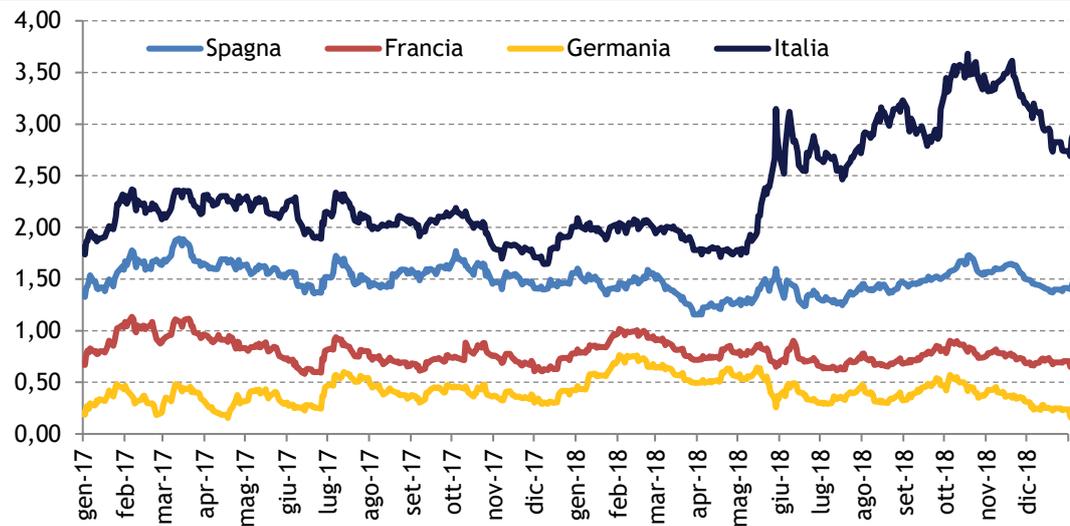
ha iniziato a mostrare segni di rallentamento (inizialmente soprattutto in Germania per via delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti) la tendenza si è rapidamente invertita, e per la Germania i rendimenti sulla scadenza a dieci anni sono scesi dal massimo di circa lo 0,75% di fine febbraio allo 0,20% circa di fine 2018 (Cfr. Grafico II.3).

**GRAFICO II.3: EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO TEDESCHI ED USA - SCADENZA 10 ANNI (VALORI PERCENTUALI E DIFFERENZIALE IN PUNTI BASE)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

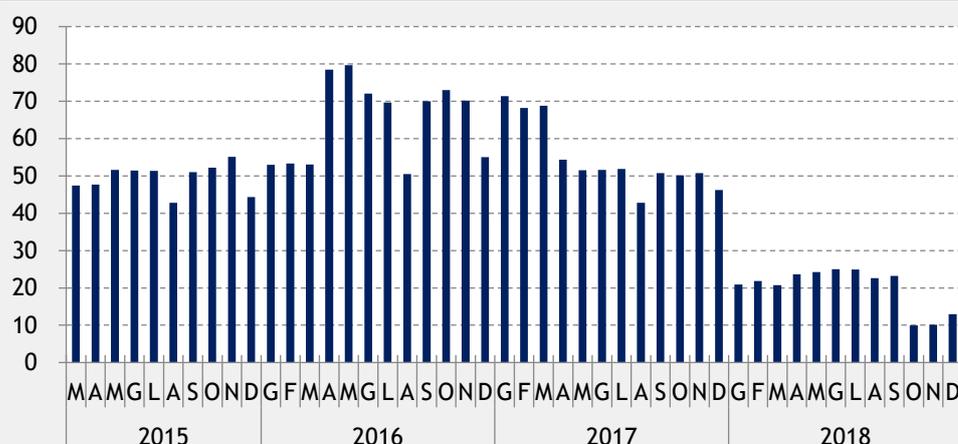
I tassi dei titoli governativi dei principali Paesi dell'area euro hanno mostrato nella prima parte del 2018 (Cfr. Grafico II.4) un andamento non dissimile da quelli dei titoli tedeschi. Tuttavia, a partire dal mese di maggio i mercati hanno vissuto un periodo di volatilità estremamente accentuato, causato dalle tensioni legate al processo di formazione del nuovo Governo in Italia a seguito delle elezioni politiche di marzo, e successivamente dalle prospettive di un programma economico che sembrava porre delle criticità con riferimento al rispetto delle regole dell'UME. Tali tensioni si sono riflesse in un allargamento generalizzato degli *spread*, particolarmente evidente per l'Italia, ma con effetti di moderato *spillover* anche su altri Paesi come Spagna e - in parte - Francia. Tali fenomeni, noti con il termine "*fly-to-quality*", caratterizzano tipicamente situazioni di tensione sui mercati, a fronte delle quali gli investitori sono spinti a "rifugiarsi" su titoli giudicati sicuri e privi di rischio, come il *Bund*, e vendere i titoli di Paesi percepiti meno solidi.

**GRAFICO II.4: EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO EUROPEI - SCADENZA 10 ANNI (VALORI PERCENTUALI)****FOCUS****Dettagli sull'evoluzione del Public Sector Purchase Programme (PSPP) nel corso del 2018**

Nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP), il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) è il programma, iniziato il 9 marzo 2015 e terminato il 19 dicembre 2018, di acquisti netti di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali e agenzie pubbliche dei paesi dell'area dell'euro, nonché da istituzioni sovranazionali. Nella decisione di gennaio 2015, la BCE aveva stabilito un periodo di intervento almeno fino al settembre 2016, termine che è stato esteso dapprima sino a dicembre 2017 con la determinazione dell'8 dicembre 2016, e successivamente a settembre 2018 con le decisioni di politica monetaria del 26 ottobre 2017. Nel corso del 2018 questo termine è stato ulteriormente prolungato sino a dicembre ed è stato stabilito che a partire da gennaio 2019 l'Eurosistema non avrebbe più effettuato acquisti netti nell'ambito del *Public Sector Purchase Programme*, ma avrebbe continuato a reinvestire il capitale rimborsato dai titoli in scadenza detenuti nel proprio portafoglio.

Relativamente alla dimensione del programma di acquisti, la BCE aveva inizialmente stabilito un ammontare di acquisti netti mensili pari a 60 miliardi. A partire da aprile 2016 l'ammontare mensile è stato incrementato a 80 miliardi sino a marzo 2017, per poi tornare al precedente ritmo di 60 miliardi al mese da aprile sino a dicembre 2017. Nel corso del 2018, la BCE, nell'ottica di terminare progressivamente il suo programma, ha continuato a condurre i suoi acquisti ad un ritmo mensile di 30 miliardi sino a settembre 2018, per poi ridursi a 15 miliardi fino a fine dell'anno. La Figura 1 seguente mostra l'evoluzione degli acquisti mensili netti avutosi dall'inizio sino alla fine del programma (marzo 2015 – dicembre 2018):

FIGURA 1: ACQUISTI NETTI A VALERE SUL PROGRAMMA PSPP



Fonte: elaborazione su dati BCE

Di seguito vengono illustrate nel dettaglio le principali modifiche al programma intervenute nel corso del 2018<sup>4</sup>.

Con le decisioni di politica monetaria del 14 giugno 2018<sup>5</sup> il *Governing Council*, alla luce dei progressi verso un aggiustamento durevole del profilo dell'inflazione e tenuto conto delle ultime proiezioni macroeconomiche degli esperti dell'Eurosistema, conferma la prosecuzione degli acquisti netti al ritmo mensile di 30 miliardi di euro fino alla fine di settembre 2018, stabilendo altresì una riduzione del ritmo mensile di acquisti netti sino a 15 miliardi di euro da ottobre sino alla fine di dicembre 2018, nel caso venissero confermate le prospettive di inflazione a medio termine del Consiglio direttivo. A conclusione di tale periodo, sempre nel caso di conferma delle previsioni macroeconomiche, viene annunciato il termine del programma di acquisti netti, e allo stesso tempo la prosecuzione dell'attività di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza per un prolungato periodo di tempo, che si è detto durerà quanto necessario per mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Con le decisioni di politica monetaria del 13 dicembre 2018<sup>6</sup>, il *Governing Council* fornisce maggiori dettagli sulle tempistiche e le modalità di reinvestimento dei titoli in scadenza acquistati nell'ambito del PSPP.

Sulle tempistiche, viene precisato che l'attività di reinvestimento sarebbe proseguita per un periodo di tempo prolungato oltre la data in cui la BCE avrebbe alzato i suoi tassi di interesse chiave, e in ogni caso per il tempo necessario a mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario.

Per ciò che concerne i parametri che avrebbero guidato l'attività di reinvestimento, il *Governing Council* precisa che le scadenze sarebbero state reinvestite nella stessa giurisdizione di provenienza del rimborso del capitale investito, ma gli ammontari reinvestiti sarebbero stati gradualmente aggiustati al fine di allineare la quota del portafoglio PSPP con le sottoscrizioni di capitale (*capital key*) effettuate da ciascun paese. Inoltre, l'attività di reinvestimento da parte dell'Eurosistema sarebbe stata distribuita nel corso dell'anno in maniera tale da garantire un'implementazione

<sup>4</sup> Per gli approfondimenti sulle modifiche al PSPP intervenute nel corso di ogni anno, si veda il relativo focus presente all'interno del Rapporto sul Debito Pubblico degli anni precedenti.

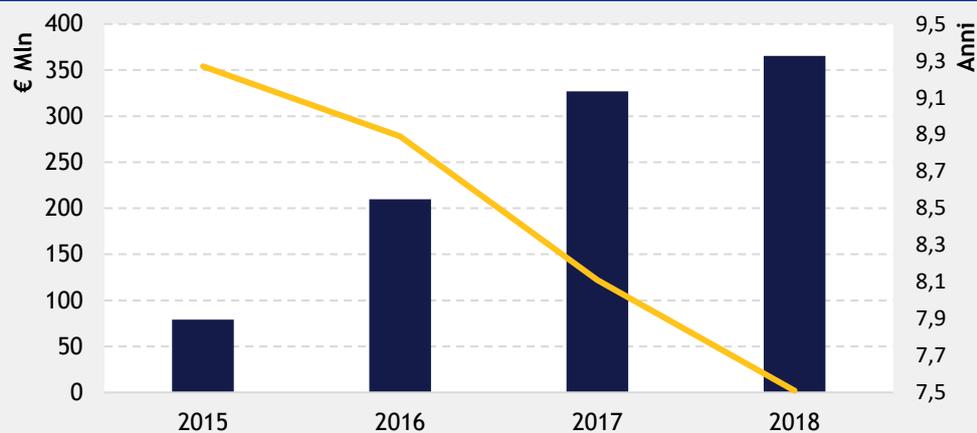
<sup>5</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp180614.it.html>

<sup>6</sup> <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.mp181213.it.html>

regolare, flessibile e volta ad assicurare il principio di neutralità di mercato. Infine, viene chiarito che i titoli con tasso di interesse al di sotto del “*deposit facility rate*” della BCE sarebbero stati acquistati per una quantità strettamente necessaria.

Per quanto riguarda l'attività svolta dalla BCE nell'ambito del PSPP sul mercato dei titoli di Stato italiani, nel 2018 il volume dei titoli di Stato italiani acquistati è stato pari a 38,627 miliardi di euro. Inoltre, come mostrato dal grafico seguente, dall'inizio del programma a fine 2018 il volume dei titoli italiani complessivamente acquistati dalla BCE risulta essere pari a 365,354 miliardi di euro<sup>7</sup>, mentre la vita media dello stock di titoli italiani in possesso della BCE al 31 dicembre 2018 è stata pari a 7,51 anni.

**FIGURA 2: VOLUME E VITA MEDIA DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO ITALIANI ACQUISTATI DALLA BCE**



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

### L'evoluzione della curva dei rendimenti

Come già in parte menzionato nel precedente paragrafo, nel 2018 la dinamica dei tassi di rendimento dei titoli di Stato italiani (Grafico II.5) è stata largamente influenzata da fattori idiosincratichi, quali le elezioni politiche svoltesi a marzo e la complessa fase di formazione del nuovo Governo, che si è protratta per diverse settimane a causa dell'articolata e poco omogenea composizione dei gruppi parlamentari.

Nel corso del primo trimestre del 2018, lo scenario macroeconomico Italiano è stato caratterizzato da una crescita in linea con l'ultimo trimestre del 2017, sebbene ancora largamente inferiore ai tassi di crescita registrata nell'area euro. In questo periodo, le prospettive di crescita nei trimestri successivi e gli indici anticipatori non mostravano ancora segni di rallentamento. Pertanto, sebbene in un contesto politico incerto per le imminenti elezioni politiche, i tassi governativi hanno avuto un andamento piuttosto stabile. Anche nelle settimane successive alle elezioni, la curva dei titoli governativi italiani non ha subito ripercussioni. Infatti,

<sup>7</sup> Tali importi sono espressi in termini di controvalore

da un lato dalle urne non era emerso un unico e indiscutibile vincitore: quindi era ancora incerta la compagine che avrebbe composto il futuro governo e di conseguenza la politica economica. Dall'altro, nel successivo *meeting* di politica monetaria della BCE tenutosi l'8 marzo, il Presidente della BCE sembrava aver usato una retorica diversa sull'inflazione e il consenso prevalente rivedeva al ribasso le stime d'inflazione per il 2019. Tutto ciò aveva consentito una buona *performance* della curva governativa Italiana, che infatti ai primi di maggio sul punto decennale aveva raggiunto circa l'1,75%, dal 2% di inizio marzo.

Successivamente, lo scenario è mutato in modo radicale. È iniziato un periodo di estrema volatilità, accompagnata da un rapido rialzo dei tassi di rendimento su tutto lo spettro della curva governativa. La difficoltà nella formazione di un governo, le indiscrezioni - poi smentite - su una bozza di programma politico ed economico che si ponesse in totale discontinuità con le politiche di bilancio condotte dai governi precedenti hanno prodotto esacerbate e prolungate tensioni sul mercato dei titoli di Stato italiani. In particolare, tra gli operatori venivano percepiti i rischi di uno scontro istituzionale dell'Italia con le autorità europee per il potenziale mancato rispetto dei vincoli di bilancio e di un potenziale ulteriore incremento del peso del debito per un soggetto già altamente indebitato<sup>8</sup>. Il rendimento sul punto decennale della curva ha subito un repentino rialzo, fino a toccare il massimo del 3,15% a fine maggio.

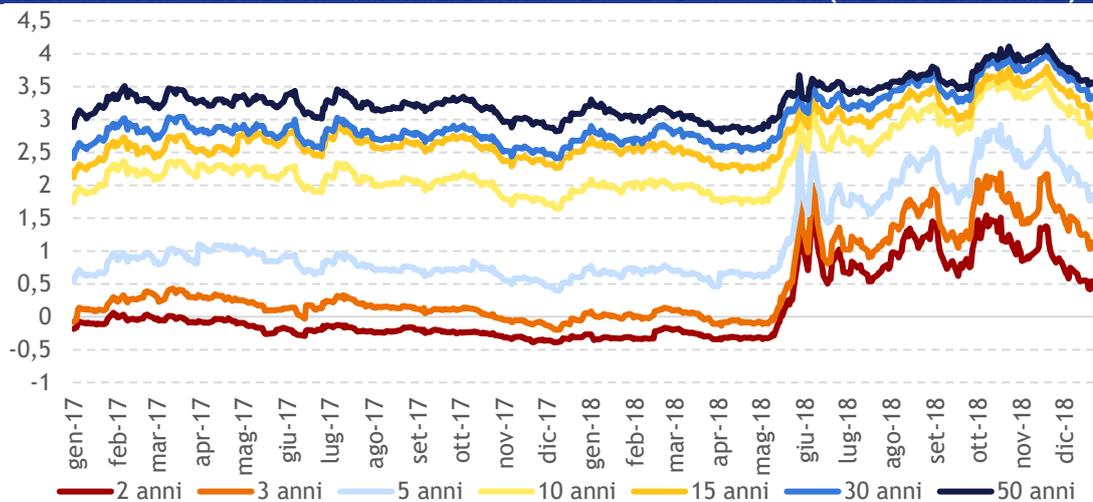
In alcune giornate, la liquidità si è rarefatta al punto da registrare sul mercato di riferimento per gli scambi tra *Primary Dealer* - la piattaforma MTS Italia - dei differenziali denaro/lettera mai sperimentati in precedenti momenti di tensione (come per esempio nell'estate/autunno del 2011).

Successivamente il mercato si è riassetato ma su livelli di rendimento stabilmente più elevati, mentre la liquidità è gradualmente ritornata, accompagnata da negoziazioni più ordinate. Superata l'iniziale fase di estrema volatilità, il mercato dei titoli di Stato è poi tornato a sperimentare nuove fasi di forte tensione in autunno, in concomitanza con la pubblicazione dei primi documenti ufficiali di politica economica. Queste si sono tradotte in un ulteriore, cospicuo allargamento del differenziale di rendimento rispetto ai principali Paesi europei (soprattutto verso la Germania) e in un elevato livello di volatilità dei corsi dei titoli, proseguito fino alla fine del 2018.

In questo contesto di incertezza e di volatilità, il mercato dei titoli di Stato ha risentito anche del ciclo di revisioni della valutazione del merito creditizio da parte delle agenzie di *rating*. La prima ad intervenire è stata Fitch il 31 Agosto 2018, lasciando il *rating* inalterato a BBB ma modificandone l'*outlook* in negativo; successivamente è stata la volta di Moody's, che dopo aver modificato l'*outlook* verso la fine di maggio 2018 - *under review* -, ha effettivamente abbassato il *rating* di un *notch* a Baa3 (*stable*); è infine intervenuta S&P la quale il 26 ottobre 2018 ha modificato in negativo l'*outlook* del giudizio sull'Italia, che aveva migliorato di un *notch* al livello di BBB nell'ottobre 2017.

---

<sup>8</sup> Sull'importanza cruciale del premio al rischio di credito per la gestione del profilo di costo/rischio del debito pubblico Italiano si veda *supra* il Cap. I

**GRAFICO II.5: TASSI DI MERCATO SUI TITOLI DI STATO – 2-3-5-10-15-30-50 ANNI (VALORI PERCENTUALI)**

Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Nel corso dei primi mesi del 2018, il segmento di curva in territorio negativo si era esteso fino all'area 3 anni. A partire da maggio in poi, così come sul punto decennale, anche la parte breve ha subito un repentino incremento, arrivando in alcune sedute di mercato a superare anche il 2%. In chiusura d'anno, con l'accordo raggiunto con la Commissione Europea e l'impegno a contenere il deficit/Pil per il 2019 al 2.04%, i rendimenti sul punto a 2 anni si sono riportati in area 0,50%. Il differenziale tra il punto della curva con scadenza triennale e il titolo a due anni si è mantenuto nel 2018 ad un livello di circa 30 punti base fino al 29 maggio, quando la curva dei rendimenti ha subito un improvviso appiattimento<sup>9</sup> riducendosi a 10 punti base. Superato il momento più acuto della crisi, il differenziale è tornato ad allargarsi su livelli ben più ampi rispetto all'inizio dell'anno (68 punti base la media di novembre/dicembre). Tale allargamento viene spiegato dalla maggiore stabilità del punto a 2 anni, favorito anche dal mantenimento dell'*easing* monetario da parte della BCE che garantisce l'ancoraggio dei tassi a breve su livelli prossimi ai tassi di riferimento. Anche per il punto a 3 anni, in chiusura d'anno i tassi sono lievemente rientrati rispetto ai massimi, per attestarsi sull'1%.

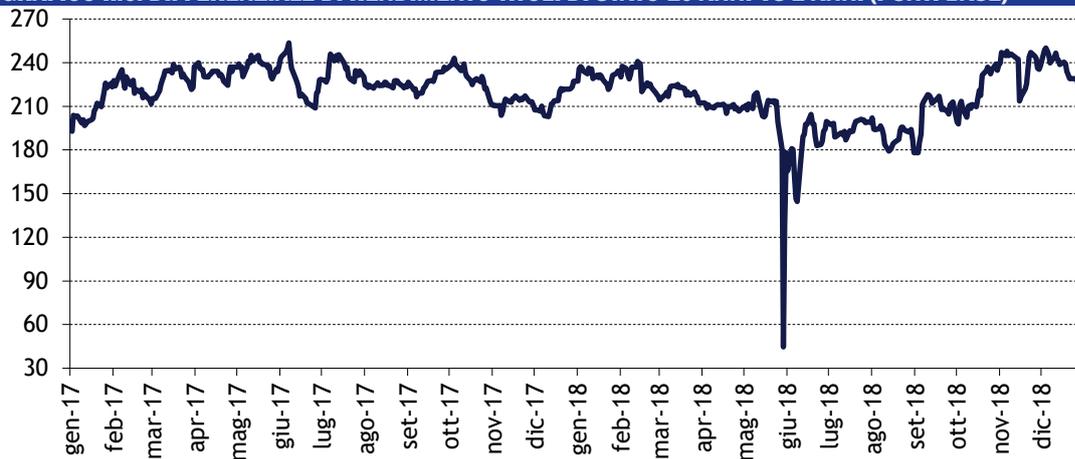
Il punto della curva con scadenza a 5 anni ha avuto un andamento non molto dissimile da quello del segmento a 3 anni: rendimenti stabili intorno allo 0,75% fino a maggio e poi una progressiva risalita fino a sfiorare il 2,75%, per poi chiudere l'anno all'1,75%.

Dall'analisi della pendenza della struttura a termine dei tassi italiani su tutto il tratto 2-10 anni (Cfr. Grafico II.6), si nota innanzitutto il violento e repentino episodio di appiattimento verificatosi in maggio e giugno, legato agli eventi di cui si è già detto. Al netto di questo fenomeno e su base annuale, si può osservare come la pendenza abbia avuto una tendenza alla riduzione, passando da circa 240 punti

<sup>9</sup> Si parla di movimento di *bear flattening* quando i rendimenti dei titoli seguono un movimento al rialzo e contemporaneamente la forma della curva si appiattisce. Si tratta di un tipico fenomeno che si verifica in occasione di situazione di *stress* dei mercati finanziari con situazioni di "*panic selling*" o quando gli investitori temono in particolare per rischi di liquidità. Normalmente questo fenomeno si misura sul tratto di curva tra i 2-10 anni o 5-30 anni.

base di inizio 2018 fino a toccare i minimi a fine settembre, intorno ai 180 punti base. Le tensioni che si sono avute sui mercati nelle settimane successive si sono riflesse in un incremento relativo maggiore sul punto decennale, per via del menzionato maggiore ancoraggio della curva breve ai tassi del mercato monetario, riportando la pendenza della curva in area 230/240 punti base.

**GRAFICO II.6: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 10 ANNI VS 2 ANNI (PUNTI BASE)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Il tratto a lungo termine della curva dei rendimenti italiani ha continuato il suo andamento sostanzialmente positivo, con rendimenti che hanno oscillato in un *range* piuttosto ristretto tra il 2,5% ed il 2,75%, fino al mese di maggio. Successivamente, anche il punto a 30 anni della curva è stato impattato dal *turmoil* che ha investito il resto della curva governativa, sebbene in misura inferiore. Infatti, come si evince dal Grafico II.7, il differenziale di rendimento verso il punto decennale si è progressivamente ridotto, passando dai circa 120 punti base fino a lambire i 30 punti base. La relativa resilienza del settore a lungo termine è da ricondurre a due fattori. Da un lato, alla pressione subita dal punto decennale della curva (sul quale ricade un'importante quota del programma di *funding* del Tesoro). Dall'altro, all'interesse mostrato da alcune tipologie di investitori verso i titoli a più lunga scadenza, che in contesti di mercato difficili come appunto quelli sperimentati nella seconda metà del 2018 presentano alcuni elementi di attrattività. Si tratta infatti di un comparto (i) dove è possibile ottenere livelli di rendimento relativamente più elevati sia rispetto ad altri punti della curva dei rendimenti e sia in confronto a titoli di pari durata offerti dai principali altri emittenti europei, e (ii) caratterizzato da un elevato grado di convessità<sup>10</sup>, elemento che può risultare di particolare interesse per alcune tipologie di investitori.

<sup>10</sup> La convessità è una misura della curvatura della funzione di relazione prezzo/rendimento di un titolo obbligazionario: tanto più il titolo presenta una convessità positiva, tanto più la variazione in aumento dei prezzi in relazione al calo dei rendimenti risulta superiore in confronto alla riduzione di prezzo che si avrebbe in funzione di un equivalente incremento dei rendimenti.

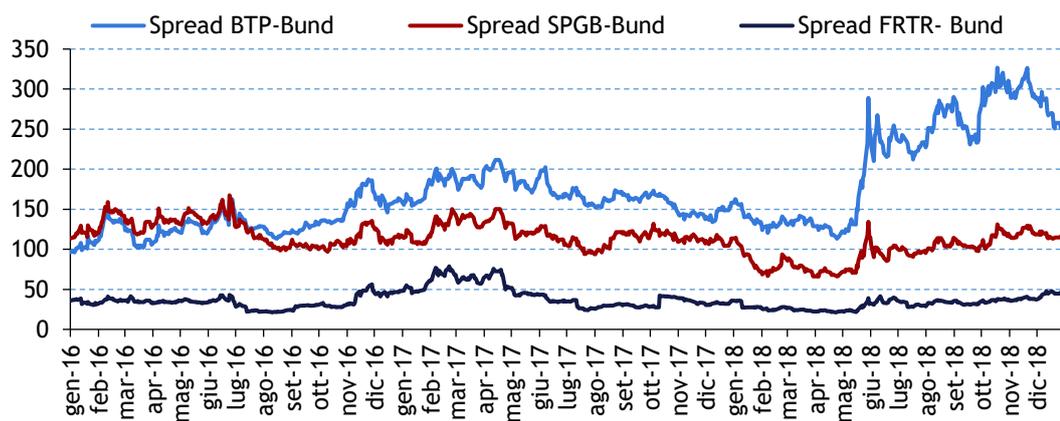
**GRAFICO II.7: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 30 ANNI VS 10 ANNI (PUNTI BASE)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

L'andamento del differenziale (*spread*) tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (Grafico II.8), come menzionato in precedenza, ha mostrato un profilo che in parte è confrontabile con quello dei tassi di rendimento assoluti ed in parte presenta dei profili specifici, dovuti alla diversa percezione del rischio relativo tra i due Paesi. Infatti nella prima parte dell'anno, mentre il positivo quadro macroeconomico e le aspettative del mercato verso una politica monetaria che si sarebbe lentamente normalizzata hanno spinto i tassi dei *Bund* lievemente verso l'alto, i tassi di rendimento dei titoli italiani facevano registrare un profilo di tassi discendente. Alla vigilia della crisi di maggio, gli *spread* si erano contratti fino al livello di 114 punti base (dai quasi 160 dei primi giorni di gennaio). Successivamente, con l'evolversi della situazione di instabilità politica lo *spread*, così come accaduto per i tassi assoluti della curva italiana, è aumentato considerevolmente, superando in diverse occasioni il livello di 300 punti base.

**GRAFICO II.8: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND, OAT-BUND E BONOS-BUND BENCHMARK 10 ANNI (PUNTI BASE)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

### L'andamento del mercato secondario

#### Premessa generale

Anche nel 2018 il mercato secondario dei titoli di Stato è stato influenzato non solo dagli eventi economici e politici nazionali ed internazionali, ma altresì da elementi propri dell'architettura del mercato Italiano (il ruolo del *Market Making*, il funzionamento del mercato *Future*, il contributo del mercato *Repo* e degli *strip*) e delle interrelazioni con il mercato primario (regolarità e continuità di emissioni su titoli *benchmark* su più punti della curva).

Anche il programma di acquisto di titoli governativi da parte della BCE ha giocato un ruolo molto importante, nonostante gli ammontari acquistati siano stati via via decrescenti. Il PSPP è infatti caratterizzato da modalità di acquisto regolari, prevedibili, sufficientemente trasparenti ed estese a tutto il profilo di scadenze della curva governativa<sup>11</sup>. La politica di acquisti svolta dalla BCE è stata svolta senza alterare il normale funzionamento del mercato: infatti, non si sono riscontrate situazioni di scarsità di titoli tali da compromettere la liquidità del mercato secondario, anche grazie alla presenza del meccanismo di *security lending*<sup>12</sup>.

Un fenomeno che continua a ripresentarsi sulla curva governativa Italiana, soprattutto nei momenti di *stress*, è rappresentato dal verificarsi di *performance* piuttosto differenti tra titoli con scadenza ravvicinata ma con cedola molto diversa. Si tratta del cosiddetto fenomeno di dislocazione tra titoli *high-* e *low-coupon* per il quale, specialmente durante le fasi prolungate di avversione al rischio, gli investitori prediligono titoli a bassa cedola in quanto questi ultimi - a parità di valore nominale negoziato - richiedono un investimento minore rispetto ai titoli ad alta cedola. Questo fenomeno si è tradotto anche in una rinnovata e più dinamica attività sul mercato dei titoli *strips*<sup>13</sup> che, per definizione, essendo titoli *zero coupon* sono ricercati proprio per avere un prezzo di mercato sotto la pari.

Un altro fenomeno ormai consolidato del quale il gestore del debito Italiano non può non tener conto è la larga influenza sul corso delle quotazioni dei titoli governativi da parte del mercato *Future* *BTP*. Si tratta infatti di un contratto che viene adoperato dagli operatori, sia *dealers* che investitori istituzionali, per coprire o gestire in generale il rischio riveniente dalle proprie posizioni su titoli di Stato italiani e su strumenti ad essi altamente correlati.

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

La piattaforma regolamentata MTS Italia, in cui operano esclusivamente *dealer* e *market maker* (cosiddetto mercato *interdealer*), è quella su cui il Tesoro

---

<sup>11</sup> Sono inclusi i titoli con vita residua superiore ad un anno e fino al punto trentennale.

<sup>12</sup> Per maggiori informazioni sull'attività di *security lending* dell'Eurosistema si veda <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/omt/lending/html/index.en.html>

<sup>13</sup> Gli STRIPS (acronimo di *Separate Trading of Registered Interest and Principal of Securities*) sono titoli che si originano esclusivamente sul mercato secondario per iniziativa degli intermediari, attraverso la separazione di cedole e mantello (la quota capitale del titolo stesso) che assumono quindi una loro autonomia e vengono negoziati separatamente. Da precisare che tali titoli e la connessa operatività non comportano alcun effetto per l'emittente (in questo caso il Tesoro), che corrisponde interessi e capitale sul titolo originario e alle scadenze ivi previste, senza modifiche alla procedura ordinaria.

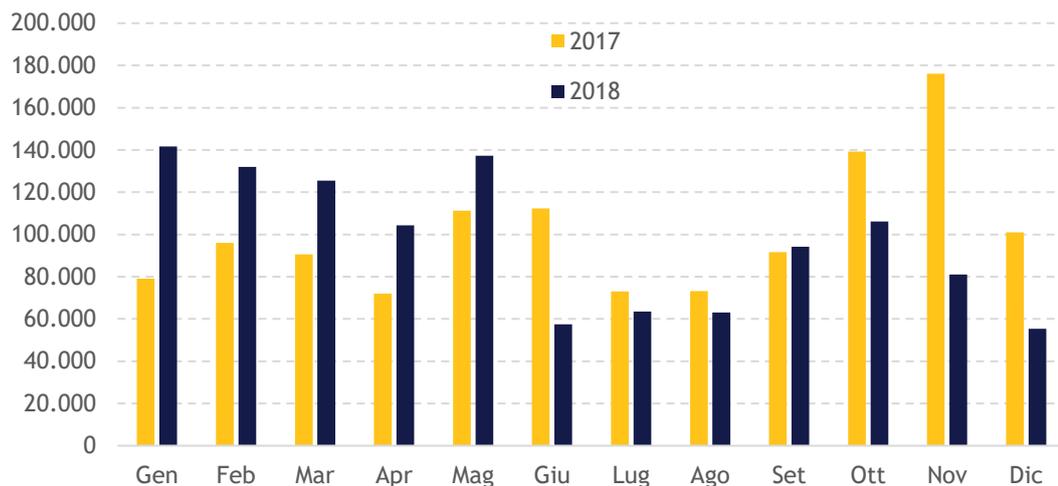
attualmente monitora e valuta principalmente l'attività degli Specialisti in titoli di Stato sul mercato secondario all'ingrosso. Come tale, rappresenta il punto di riferimento per analizzare le evoluzioni di questo segmento di mercato.

## Il segmento a pronti

A causa delle turbolenze manifestatesi a partire da maggio 2018, i volumi negoziati sulla piattaforma hanno registrato un andamento discontinuo nel corso dell'anno. Ciononostante, i volumi complessivamente scambiati nel 2018 hanno subito solo una leggera contrazione rispetto al 2017, pari al 4,4%. La tendenza alla riduzione dei volumi scambiati risulta essere un fenomeno strutturale e di lungo periodo, non ascrivibile meramente al verificarsi di situazioni di temporaneo *stress* sui mercati: rispetto al 2016 la riduzione è stata infatti di oltre il 16%, e di circa il 22% rispetto al 2014.

Durante il primo trimestre del 2018 i volumi negoziati su MTS sono stati superiori del 50% rispetto al corrispondente trimestre del 2017. Nei successivi trimestri, invece, la tendenza è stata di marcata riduzione dei volumi assoluti in termini congiunturali, mentre in termini tendenziali si è registrata una variazione pressoché nulla nel secondo trimestre (+1,2% rispetto al 2017), lievemente negativa nel terzo (-7%) ed ampiamente negativa nel quarto (-42%). L'andamento dei volumi scambiati trimestralmente, rapportati alla media dei volumi scambiati per trimestre nell'ultimo quadriennio, mostra una tendenza alla riduzione in tutti i trimestri fatta eccezione del primo (rispettivamente pari a +15%, -11%, -24%, -31%) quando ancora le turbolenze successive all'esito delle elezioni politiche ed alla formazione del nuovo Governo non erano emerse. I volumi assoluti scambiati nell'ultimo trimestre 2018 sono stati pari a circa 242 miliardi di euro, minimo assoluto che non si registrava dalla crisi del debito sovrano.

**GRAFICO II.9: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS (MILIONI DI EURO; DOUBLE-COUNTED)**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

Nell'ambito dei vari comparti (Graf. Il.10) i BOT hanno fatto registrare flussi di negoziazione costanti e complessivamente in linea con quelli rilevati nel 2017 (+2% circa).

Nel comparto BTP€i si è registrato un incremento di poco superiore al 26%. Nonostante l'incremento notevole dei volumi scambiati, il comparto BTP€i rappresenta solamente il 4% dei volumi negoziati nell'anno. Sugli altri comparti si sono registrati decrementi pari al 4% per il CTZ, al 6,5% per il BTP ed al 25% per il CCTeu. Come detto, il BTP rappresenta quasi il 50% dei volumi scambiati (46,6%) e pertanto la riduzione del 6,5% rispetto all'anno precedente significa in valore assoluto un volume di circa 70 miliardi in meno. Dopo il comparto BTP, il BOT è quello che raccoglie oltre il 34% dei volumi totali scambiati nel 2018. CTZ e CCTeu costituiscono invece rispettivamente il 6,7% e 7,8% del totale dei volumi scambiati nell'anno.

Nell'analizzare l'evoluzione dei volumi scambiati si nota come durante il primo trimestre l'incremento dei volumi (rispetto al primo trimestre dell'anno precedente) sia stato alquanto generalizzato ed omogeneo su tutti i comparti. La successiva contrazione dei volumi investe invece in un primo momento solo i BTP e si estende successivamente agli altri comparti, in particolare CCTeu ed infine al CTZ e BTP€i. A contribuire al buon andamento del comparto inflazione va menzionata sicuramente l'aspettativa del mercato, diffusa nel primo trimestre, di una accelerazione nella dinamica inflattiva. Tali attese erano suffragate dalle migliori prospettive economiche, da un rialzo dei prezzi delle componenti energetiche e dal *pass through* derivante da un indebolimento del tasso di cambio euro/dollaro. In seguito l'indebolirsi del quadro macroeconomico e il cambio di *stance* della BCE, la cui politica accomodante è stata prolungata ben oltre le preliminari attese degli operatori di mercato, hanno indebolito il comparto a tal punto da far registrare nei successivi trimestri significativi decrementi degli scambi rispetto al primo trimestre. Il BOT fa storia a sé, in quanto con l'inizio del periodo di volatilità gli investitori tendono a prediligere il comparto monetario aumentando l'esposizione al comparto BOT, meno soggetto al rischio di credito a causa della breve durata dell'investimento<sup>14</sup>. Successivamente, invece, anche questo comparto ha seguito l'andamento di riduzione comune a tutti gli altri settori. Come detto, su base annua i CCTeu hanno visto una riduzione di volumi importante e pari ad oltre il 25%. Tali strumenti, essendo indicizzati ad un parametro non correlato con il rischio di credito Italiano, tendono a mostrare una forte volatilità di prezzo nelle fasi caratterizzate da un peggioramento della percezione del rischio legato al debito Italiano. Tale caratteristica tende a renderli meno appetibili per gli investitori specializzati nel prodotto, quali i fondi monetari e le tesorerie bancarie. Inoltre, un impatto non marginale nelle *performance* e liquidità del comparto lo hanno avuto due elementi: a) a metà agosto la RepoClear SA, società appartenente al gruppo LCH<sup>15</sup>, ha incrementato in misura particolarmente significativa i margini da applicare alle negoziazioni sul mercato *repo* dei titoli di Stato italiani e sui CCTeu; b) molte banche - domestiche e non - hanno rivisto la classificazione di questi titoli spostandoli dal comparto monetario a quello dei titoli a medio/lungo termine<sup>16</sup>.

<sup>14</sup> Si sono registrati addirittura volumi in aumento nel terzo trimestre rispetto al secondo.

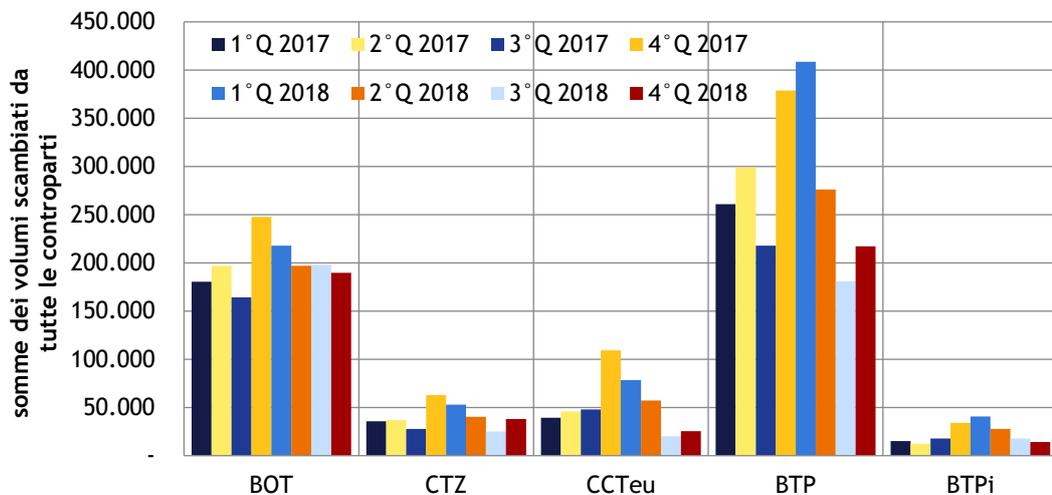
<sup>15</sup> [https://www.lch.com/system/files/media\\_root/Notice\\_RepoClearSA\\_Risk\\_Parameters\\_20180717.pdf](https://www.lch.com/system/files/media_root/Notice_RepoClearSA_Risk_Parameters_20180717.pdf)

<sup>16</sup> In precedenza, essendo *floaters*, venivano classificati come titoli con durata semestrale.

Il mercato *interdealer* dei titoli governativi italiani ha confermato nella prima parte del 2018 di essere liquido ed efficiente.

A partire da maggio, ha manifestato una rarefazione degli scambi ed un allargamento dei prezzi denaro/lettera a livelli mai sperimentati, neanche durante la crisi del 2011/2012, con un episodio acuto di illiquidità nella giornata del 29 maggio. Successivamente, dopo una breve fase di ritorno della liquidità e di normalizzazione delle quotazioni, a partire da fine agosto si è assistito ad un progressivo drenaggio della liquidità sia in termini di profondità che di ampiezza.

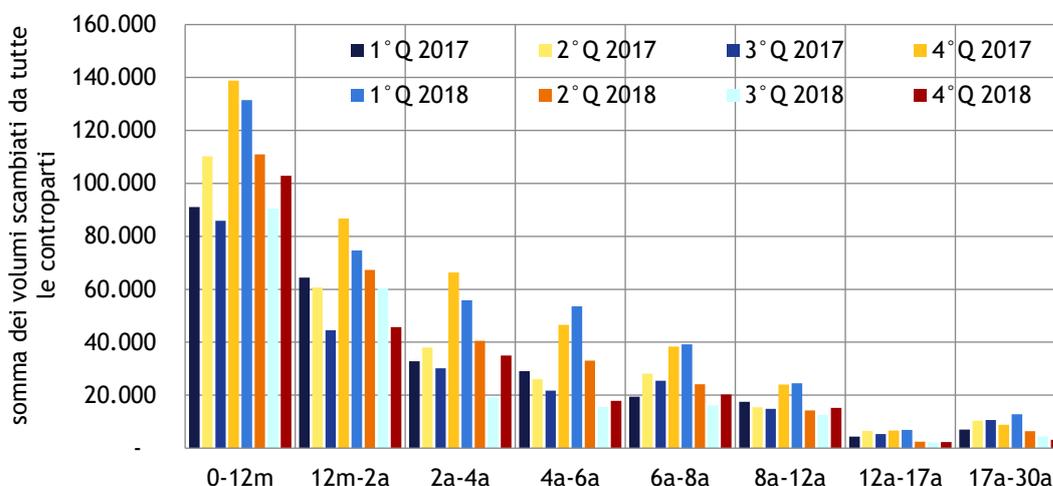
**GRAFICO II.10: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SU MTS, DISTINTI PER COMPARTO (MILIONI DI EURO; DOUBLED-COUNTED)**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

Il calo dei volumi si è verificato indistintamente su tutte le scadenze. Tuttavia, la maggiore riduzione in termini percentuali si è concentrata nei settori di titoli con scadenza superiore ai 12 anni, con riduzioni pari rispettivamente al 40% e 27% sui segmenti 12-17 anni e 17-30 anni. Va tuttavia osservato che questi due comparti rappresentano complessivamente solo il 3-4% dei volumi scambiati totali. Riduzioni del 10% invece si sono registrate nei segmenti a 2-4 anni e 6-8 anni. In questo caso si tratta di segmenti che contano per circa il 25% dei volumi negoziati totali. I volumi scambiati nel corso dell'anno si sono invece mantenuti in linea con quelli dell'anno precedente nei comparti a breve e brevissima scadenza (quindi BOT, CTZ ed in parte anche il segmento BTP con scadenza residua fino ai due anni), nonché per i titoli con vita residua nell'area 4-6 anni.

**GRAFICO II.11: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS PER SCADENZA (MILIONI DI EURO; DOUBLED-COUNTED)**



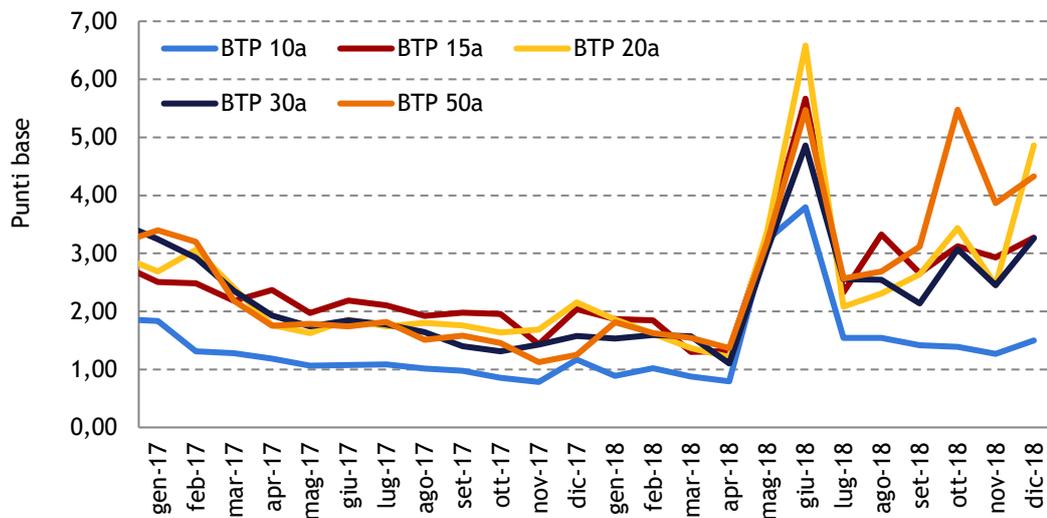
Fonte: Elaborazione su dati MTS

Un'altra angolazione dalla quale è possibile valutare l'evoluzione generale della liquidità sul mercato secondario è il *bid-ask spread*, ossia il differenziale di quotazione tra il prezzo in acquisto (denaro) ed il prezzo in vendita (lettera) di ogni titolo presente sul mercato. Minore è il differenziale tra il prezzo in acquisto e in vendita di un titolo, maggiore risulta essere la liquidità del titolo stesso.

Di seguito sono riportate le rappresentazioni grafiche dell'andamento di questa misura per una serie di scadenze.

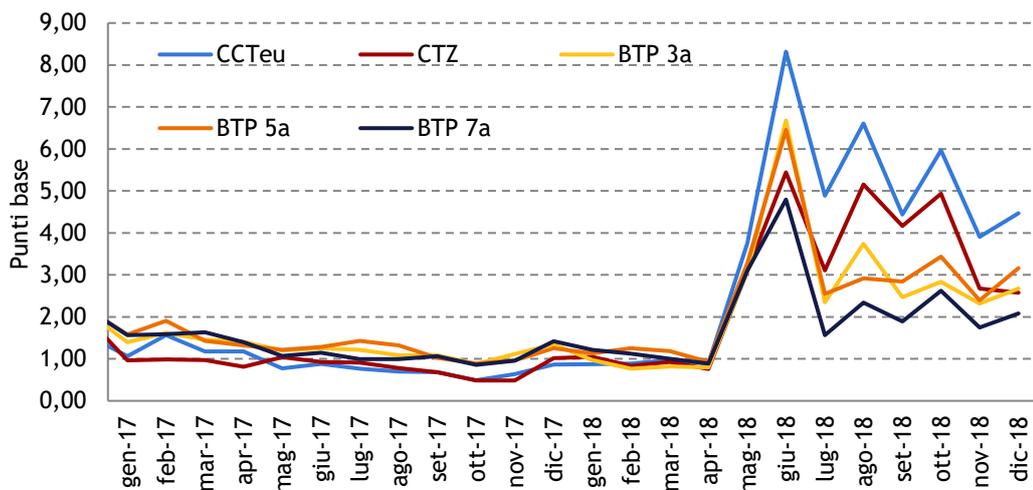
Gli effetti del miglioramento della liquidità che si erano manifestati progressivamente per tutto il corso del 2017 sono proseguiti nei primi mesi del 2018. A maggio, la reazione dei mercati alle turbolenze politiche Italiane ha impattato anche sui livelli di *bid-ask spread*, così come ha impattato sul corso dei rendimenti e sulla riduzione dei volumi. Come si evince, infatti, dai Grafici II.12.a, 12.b e 12.c, il *bid-ask spread*, dopo aver raggiunto l'ampiezza minima nel mese di aprile 2018, ha subito un repentino ed ampio allargamento a partire dal mese di maggio e durante giugno. Dopo un momentaneo ritracciamento nel corso di luglio, da agosto in poi si è assistito ad un nuovo allargamento, che si è protratto per diversi mesi salvo attenuarsi sul finire del 2018. Fatta eccezione per il punto BTP a 10 anni, che dopo le turbolenze di maggio/giugno ha praticamente recuperato quasi lo stesso livello di *bid-ask spread* antecedente la crisi, sugli altri comparti lo *shock* di maggio ha avuto effetti di persistenza significativi. Infatti, dopo il mese di maggio e fino alla fine dell'anno i *bid-ask* sui comparti nominali non ritorneranno più sui livelli intorno al punto base cui si trovavano alla fine di aprile. In particolare, a fine anno il BTP a 7 anni si è attestato su 2 punti base di *spread*, mentre valori ancora più ampi (tra i 3 ed i 5 punti base) si sono registrati per i punti della curva nominale più a lungo termine. Analogo fenomeno per i titoli della curva nominale a breve termine, per il CTZ e CCTeu: fino ad aprile il *bid-ask spread* medio si attestava su un punto base per tutti i segmenti, mentre post-crisi l'allargamento è stato pari ad ulteriori 2-3 punti base.

**GRAFICO II.12A: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU BTP 10, 15,20, 30 E 50 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS – MEDIE MENSILI**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

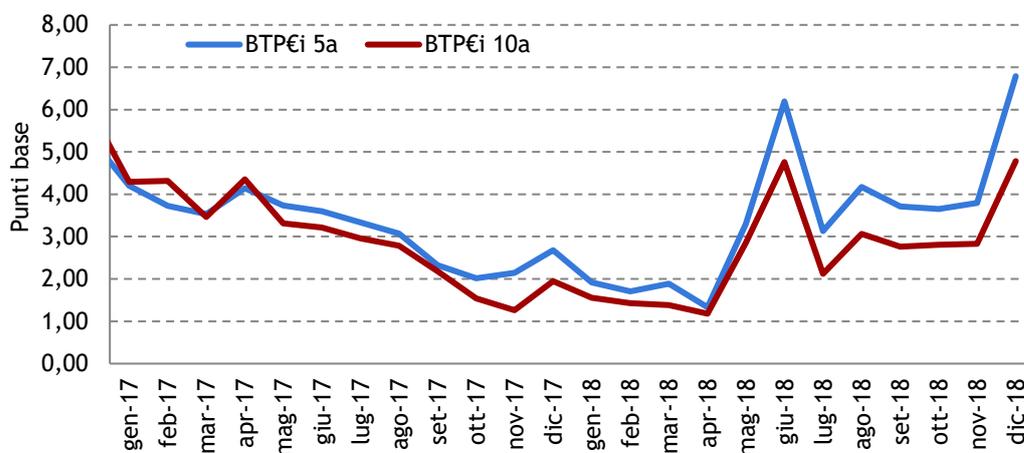
**GRAFICO II.12B: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU CTZ, CCTEU, BTP 3, 5 E 7 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS – MEDIE MENSILI**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

Il segmento inflazione aveva quasi recuperato pienamente il *gap* in termini di *bid-ask spread* rispetto ai corrispondenti titoli della curva nominale quando, a seguito della crisi, ha mostrato segni di deterioramento della liquidità decisamente più marcati rispetto ai corrispondenti segmenti del comparto nominale. Infatti, dopo aver sfiorato il punto base, da maggio il differenziale *bid-ask* si è allargato in misura particolarmente importante (circa 5-6 punti base di *spread*) e, dopo un temporaneo recupero nei mesi estivi, ha registrato un successivo ulteriore allargamento che a fine anno ha riportato gli *spread* sui livelli di massimo del 2018.

**GRAFICO II.12C: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU BTP€i 5 E 10 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS – MEDIE MENSILI**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

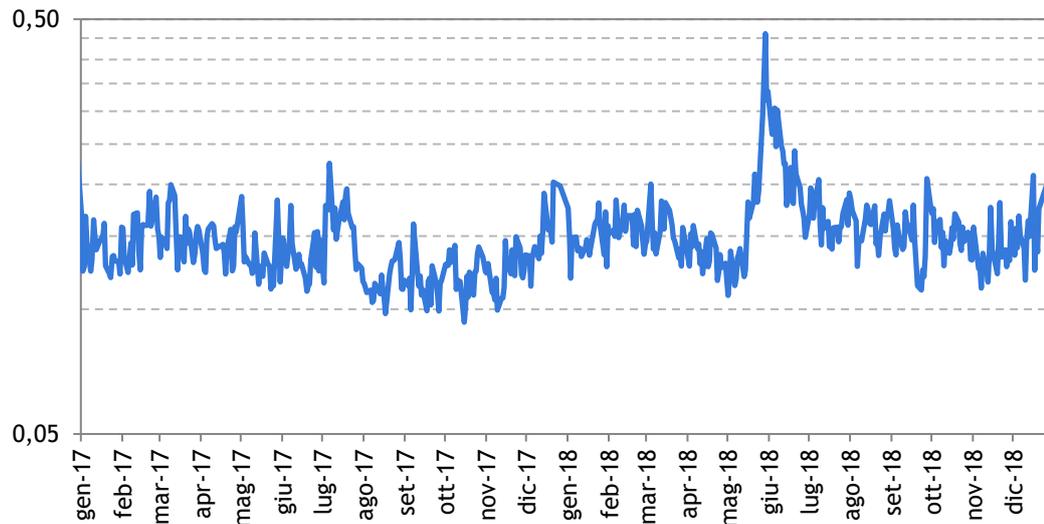
Al fine di misurare la liquidità sul mercato secondario è possibile adottare anche indicatori meno comuni ma più sofisticati, che sono in grado di tener conto non solo dell'ampiezza dei differenziali di quotazione in acquisto e vendita ma anche di altri aspetti, quali le variazioni di prezzo dipese da transazioni di importo rilevante o l'analisi della profondità delle quotazioni su entrambi i lati dell'*order book* di ogni titolo<sup>17</sup>.

Si tratta, in particolare, della *Slope*, che misura il rapporto tra la differenza assoluta che intercorre tra la migliore e la peggiore quotazione di un dato titolo in dato istante e la differenza tra il volume totale di tutte le quotazioni nell'*order book* del titolo e il volume della migliore quotazione.<sup>18</sup>

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

<sup>17</sup> Per *order book* si intende l'insieme delle proposte di negoziazione relative ad uno specifico titolo, presenti sul mercato in un certo istante e suddivise per proposte di acquisto e proposte di vendita, disposte rispettivamente in ordine decrescente e crescente.

<sup>18</sup> Tale misura è concettualmente molto simile al "*price impact*" anche se la *slope* è una misura calcolata sulla base delle proposte d'acquisto o vendita mentre il *price impact* si basa sia sulle proposte di prezzo che sull'attività di *trading*. Il *price impact* misura infatti la relazione che esiste tra un ordine di acquisto o vendita e la successiva variazione di prezzo in quotazione. Tuttavia, la letteratura sull'argomento conferma come il calcolo di quest'ultima misura sia piuttosto complesso, in quanto non solo necessita di una mole di dati infragiornalieri estremamente elevata, ma si basa anche su valutazioni soggettive. Tra queste: la soglia per determinare la quantità oltre la quale valutare l'impatto dello scambio sul prezzo; la determinazione del *lag* temporale entro cui si verifica la variazione di prezzo dovuta allo scambio; etc.

**GRAFICO II.12D: SLOPE GIORNALIERA SU BTP 10 ANNI BENCHMARK (SCALA LOGARITMICA) RILEVATA SULLA PIATTAFORMA MTS**

Fonte: Elaborazione su dati MTS

L'evoluzione nel corso del 2018 dell'indicatore per il BTP a 10 anni mostra plasticamente il repentino ed estremo deterioramento della liquidità sul finire del mese di maggio. Meno veloce il successivo rientro di liquidità nel corso delle settimane successive e comunque su livelli mediamente più elevati rispetto al periodo pre-crisi.

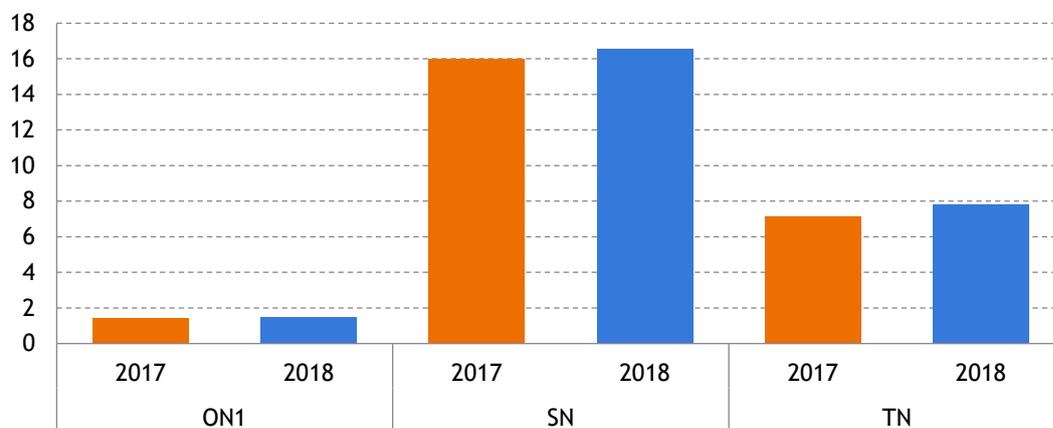
### Il segmento pronti contro termine (*Repo*)

Il mercato dei contratti pronti contro termine sui titoli di Stato (anche detto mercato *Repo*) svolge un ruolo fondamentale di supporto per l'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato a pronti. Infatti, grazie alla presenza di un mercato *Repo* efficiente, gli operatori (soprattutto i *market maker*) possono garantire al mercato una continua presenza in denaro e lettera su tutti i titoli, anche quando non sono in possesso dei titoli in portafoglio. Nel corso degli ultimi anni, il legislatore europeo è intervenuto a più riprese e su diversi ambiti al fine di rivedere la disciplina in materia di regolamentazione e supervisione degli intermediari e dei mercati finanziari. Molti aspetti di questi interventi normativi hanno interessato l'attività sul mercato *Repo*<sup>19</sup>, rendendone l'utilizzo maggiormente oneroso. Nonostante ciò, i volumi scambiati nel 2018 hanno subito un ulteriore incremento rispetto al 2017, pari a circa il 5%. Sul totale scambiato, il ruolo rivestito dai *market maker* è stato particolarmente importante, sebbene sia utile ricordare come la liquidità di questo comparto sia agevolata dalla partecipazione di una platea di soggetti estremamente più ampia rispetto ai *dealer* che operano sul segmento *cash* (cioè a pronti). Tutte le principali tipologie di contratto scambiato hanno fatto registrare volumi in crescita rispetto al 2017. L'incremento più consistente (oltre il 9%) si è verificato sui contratti *Tomorrow/Next*. Per i segmenti *Overnight* e

<sup>19</sup> Per maggiori dettagli in merito si vedano le ampie indicazioni fornite nella nota 16 del Cap. II del RAD 2017.

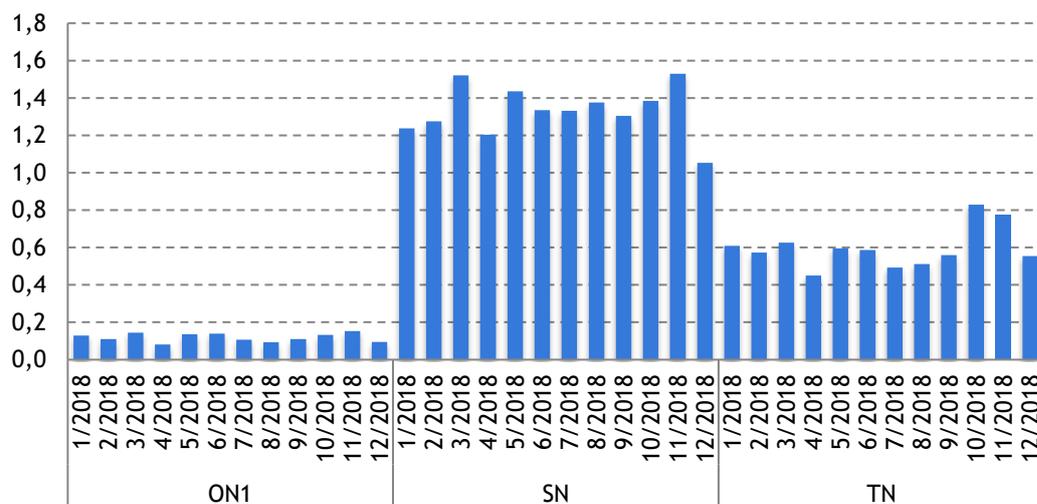
Spot/Next si sono registrati aumenti pressoché simili, di poco superiori al 3%. (Grafico II.13)<sup>20</sup>.

**GRAFICO II.13: VOLUMI ANNUALI NEGOZIATI NEL 2017 E NEL 2018 SULLA PIATTAFORMA MTS, PER SCADENZA DI CONTRATTO (MILIONI DI EURO)**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

**GRAFICO II.14: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI NEL 2018 SULLA PIATTAFORMA MTS, PER SCADENZA DI CONTRATTO - (MILIONI DI EURO)**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

Nel 2018 le negoziazioni sul mercato *Repo* si sono svolte complessivamente in maniera ordinata, senza presentare particolari disfunzioni o momenti di *stress* acuto. Non si sono inoltre verificati fenomeni di *specialness* particolari, se non in sporadiche occasioni che verranno descritte di seguito. A ciò ha contribuito anche

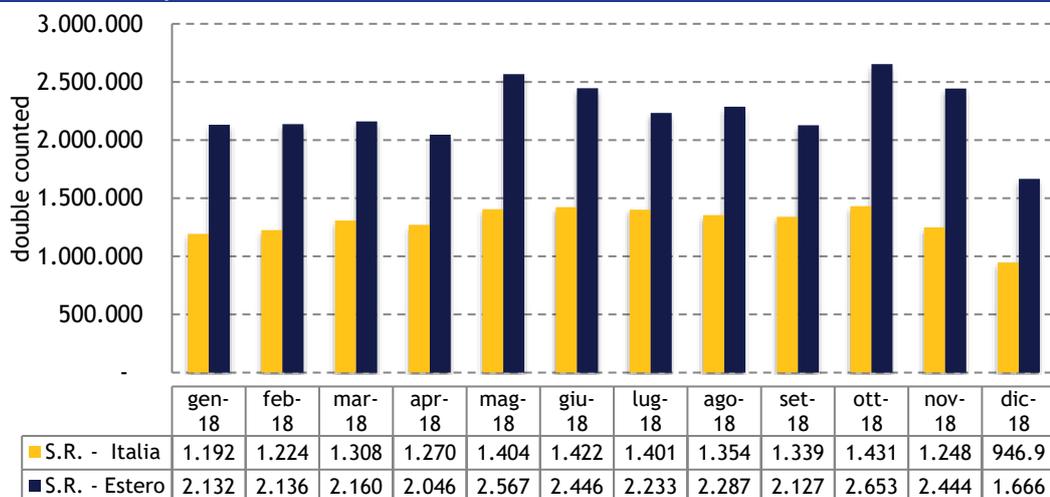
<sup>20</sup> Il contratto *Tomorrow/Next* ha inizio il primo giorno successivo alla stipula e termina il giorno lavorativo successivo; il contratto *Spot/Next* ha inizio il secondo giorno successivo alla stipula e termina il giorno lavorativo successivo; il contratto *Overnight*, infine, ha inizio il giorno stesso della stipula, e termina il giorno lavorativo successivo.

la presenza del meccanismo di “*security lending*”<sup>21</sup> da parte della Banca d’Italia, avviato nell’ambito del programma di acquisti PSPP.

Va tuttavia sottolineato come una quota sempre più rilevante di attività sul mercato *Repo* sia svolta da investitori *fast money* particolarmente attivi contestualmente anche sul mercato *Future*. Infatti, soprattutto a ridosso della scadenza del contratto *Future*<sup>22</sup> non è stato raro osservare criticità sul titolo *cheapest to deliver (CtD)* tendente a diventare sempre più “*special*”, ossia con tassi particolarmente disallineati rispetto a quelli del *general collateral*. Questo fenomeno tende ad esacerbarsi soprattutto nei momenti di *stress*, in concomitanza dei quali è usuale, da parte di operatori *fast money*, la messa in opera di strategie di investimento caratterizzate da posizioni corte sul *Future* e posizioni lunghe sul *repo* del titolo CtD. Quest’ultimo quindi tende ad essere sempre più richiesto e ad assumere pertanto tassi *special repo* sempre più bassi e distanti da quelli del *general collateral*.

Infatti, come si può ben evincere ponendo a confronto il seguente Grafico II.15 con il Grafico II.21 riportato qualche pagina più avanti, in corrispondenza dei periodi di maggiore turbolenza nel secondo e nel quarto trimestre sono aumentati (soprattutto da parte di investitori esteri) non solamente i volumi sul segmento *Special Repo* ma anche gli *Open Interest* sul contratto *Future*.

**GRAFICO II.15: VOLUMI NEGOZIATI MENSILI SUL CONTRATTO SPECIAL REPO SULLA PIATTAFORMA MTS (MILIONI DI EURO)**



Fonte: Elaborazione su dati MTS

<sup>21</sup> V. *supra*, nota 10

<sup>22</sup> Nei mesi di marzo, giugno, settembre e dicembre di ciascun anno.

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

Sulla piattaforma di negoziazione MTS, utilizzata per la valutazione degli Specialisti<sup>23</sup>, il peso di questi ultimi, in termini di volumi scambiati sul totale dei volumi negoziati, è largamente dominante, con quote stabili che si sono avvicinate al 90%. La restante quota, di circa il 10%, è stata scambiata prevalentemente dagli altri *market maker* (non Specialisti)<sup>24</sup>, sebbene con quote che nel corso degli anni si sono via via ridotte, passando da circa il 16% del 2012 a meno del 10% nel 2018. Una quota residuale, inferiore all'1%, è stata negoziata da operatori *dealer* non *Market Maker*, ossia operatori che agiscono sul mercato utilizzando i prezzi in acquisto e vendita dei *market maker*.

GRAFICO II.16: VOLUMI ANNUALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORMA MTS (IN %)



Fonte: Elaborazione su dati MTS

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

### I volumi negoziati

Gli Specialisti svolgono un ruolo importantissimo non solo nel garantire liquidità al mercato *inter-dealer*, ma anche come canale distributivo dei titoli acquistati sul mercato primario alla clientela finale. L'analisi dei volumi scambiati e dei flussi in acquisto e vendita per tipologia di investitore e per area geografica assume quindi una rilevanza cruciale per il gestore del debito in merito alla comprensione di chi sono e cosa ricercano gli investitori in un particolare contesto di mercato. Questa importante attività di monitoraggio e di analisi viene condotta grazie alle

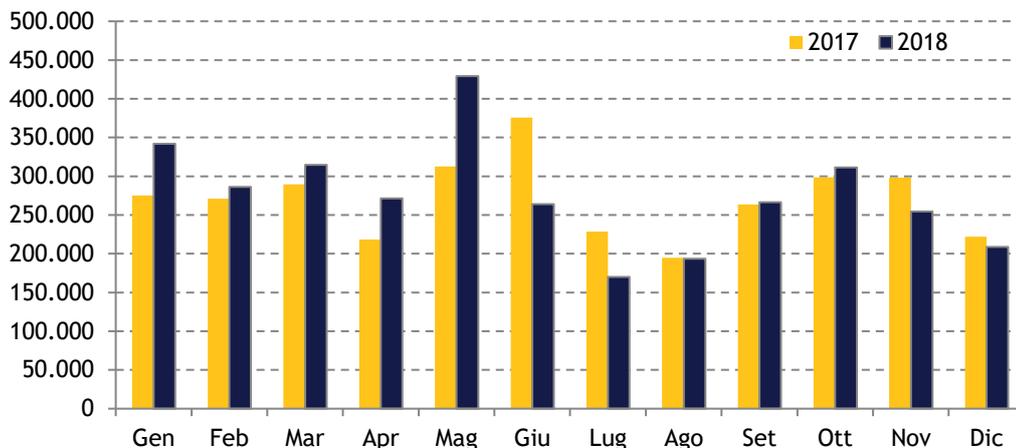
<sup>23</sup> Si ricorda che si tratta di una piattaforma *interdealer*, cioè di scambi tra intermediari, non con investitori finali.

<sup>24</sup> Ai sensi dell'art. 1 comma 5-*quater* del TUF per "*Market maker*" si intende un soggetto che si propone, nelle sedi di negoziazione e/o al di fuori delle stesse, su base continuativa, come disposto a negoziare per conto proprio acquistando e vendendo strumenti finanziari in contropartita diretta, ai prezzi dal medesimo definiti. La qualifica di *Market maker* è uno dei requisiti essenziali per poter chiedere di far parte della Lista degli operatori Specialisti ai sensi dell'art. 23 comma 1 del Decreto Ministeriale n. 216 del 2009.

informazioni raccolte tramite gli EMAR<sup>25</sup>. Si tratta di un modello di *report* altamente standardizzato e condiviso a livello europeo, che gli stessi Specialisti compilano e nel quale rappresentano in modo sistematico tutta l'attività che essi svolgono con qualsiasi controparte, inclusa la propria clientela finale. La reportistica include le transazioni concluse sia mediante piattaforme di negoziazione sia su base bilaterale, tanto in formato elettronico che vocale. Dal 2014, questa reportistica contiene tutte le informazioni sui singoli scambi effettuati dagli Specialisti (*report trade by trade*), con l'indicazione, per ciascuno scambio, del titolo, della quantità, del Paese in cui ha sede la controparte, del tipo di controparte, della piattaforma o modalità di negoziazione.

A differenza della piattaforma regolamentata, sulla quale i volumi negoziati nel 2018 sono stati in riduzione, i volumi scambiati sulle altre piattaforme - elettroniche e non - hanno fatto registrare nel 2018 un incremento dell'attività di negoziazione, sebbene in misura marginale (pari al 2% circa). L'aumento degli scambi è avvenuto soprattutto nella prima parte dell'anno (Graf. II.17), con incrementi di circa il 13% nel primo trimestre e del 6% nel secondo trimestre. Così come sulla piattaforma regolamentata, i volumi hanno subito una frenata nella seconda parte dell'anno, tuttavia con variazioni percentuali meno marcate, rispettivamente pari all'8% e 5% nel terzo e quarto trimestre.

**GRAFICO II.17: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORME DIVERSE DA MTS (MILIONI DI EURO)**



Fonte: Elaborazione su dati EMAR

Tuttavia, prendendo in considerazione separatamente l'andamento degli scambi effettuati su piattaforme *inter-dealer* e su piattaforme *customer*, emerge come anche per le altre piattaforme *inter-dealer* si sia verificato nel 2018 un calo delle transazioni. L'incremento menzionato è stato quindi limitato alle sole negoziazioni svolte su piattaforme dove accedono investitori istituzionali e finali.

<sup>25</sup> *European Market Activity Report*. È il *report* che sostituisce nella denominazione il precedente HRF - "Harmonized Reporting Format" - ma che nella sostanza è rimasto invariato.

### Gli scambi per tipologie di controparti

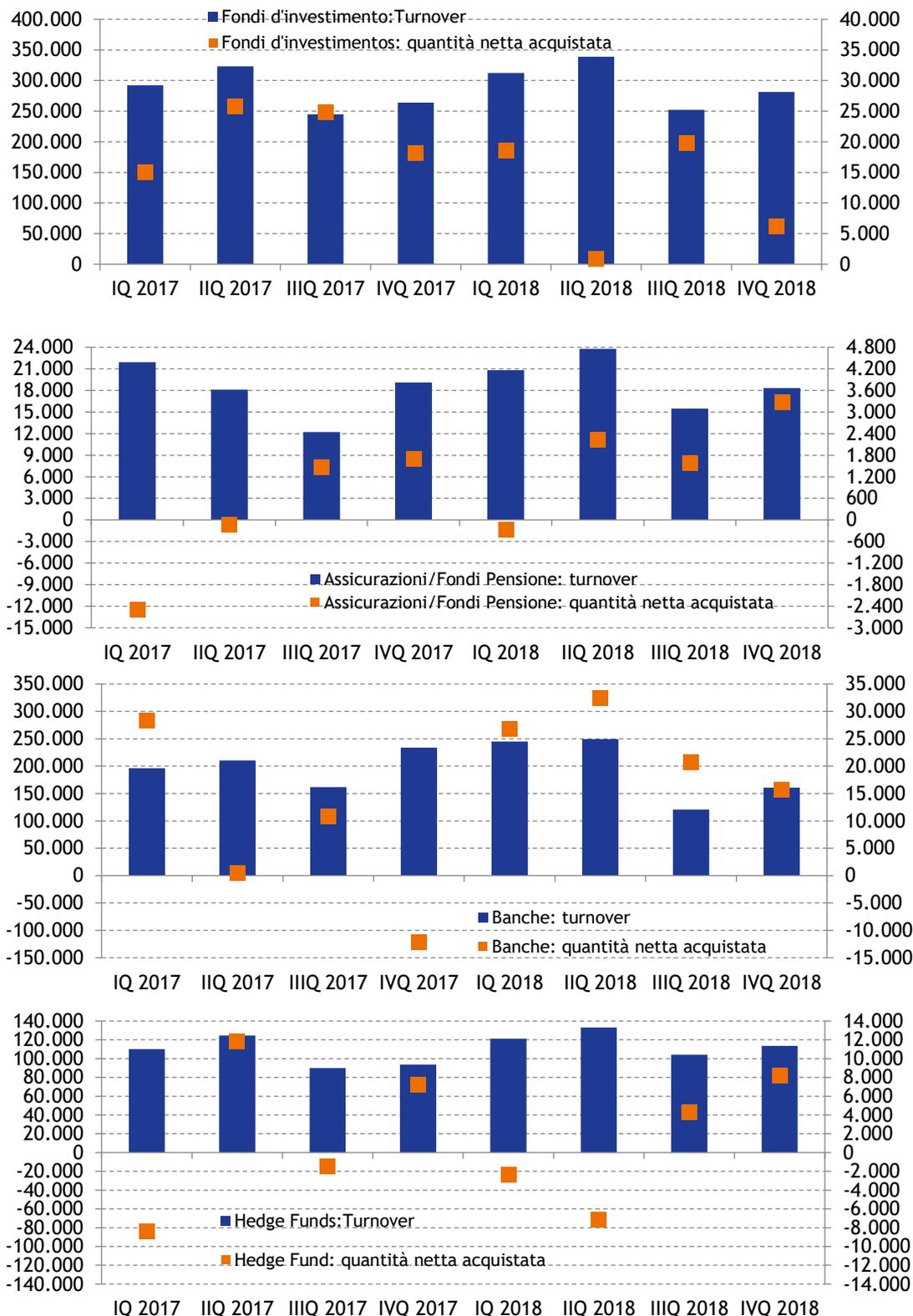
Come accennato in precedenza, le informazioni acquisite tramite le reportistiche EMAR hanno assunto una rilevanza informativa di non poco conto, in quanto permettono di condurre analisi molto approfondite sulle dinamiche in corso presso gli investitori in titoli di Stato. Tramite l'aggregazione delle informazioni contenute in questi *report* è possibile monitorare i *trend* per comparto, per area geografica, per tipologia di investitore, nonché la liquidità presente sulle diverse piattaforme di negoziazione.

I grafici che seguono riportano 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.18, i principali investitori in titoli di Stato sono stati, anche per il 2018, i fondi d'investimento e le banche, tanto in termini di volumi assoluti che di flussi netti di acquisti. Rispetto allo scorso anno si può notare un ritorno del sostegno bancario in termini di acquisti netti, in controtendenza rispetto al 2017 (quando negli ultimi tre trimestri le banche effettuarono acquisti netti complessivamente nulli). Il contributo in acquisto delle banche Italiane si è manifestato soprattutto nei mesi dove il mercato ha fatto registrare fasi di più elevata tensione, mentre le banche estere sono state attive principalmente nel primo trimestre. I fondi d'investimento, sebbene abbiano mantenuto una media trimestrale di circa 300 miliardi di importo di titoli negoziati (in linea con gli anni precedenti), hanno garantito in termini di acquisti netti un flusso netto positivo di poco superiore in media ai 10 miliardi a trimestre, contro la media di circa 20 miliardi a trimestre dell'anno precedente. Questa riduzione è in realtà interamente riconducibile all'andamento dei periodi di elevata turbolenza nel secondo e nel quarto trimestre.

Anche i Fondi pensione e le Assicurazioni, pur mantenendo costanti i loro flussi di negoziazione in valore assoluto, hanno contribuito con quote percentuali modeste sul totale delle transazioni. In termini netti di acquisti/vendite, mentre il primo trimestre ha fatto registrare flussi netti negativi, già a partire dal secondo trimestre i volumi netti acquistati sono risultati positivi, intorno ai 2,5 miliardi a trimestre.

Infine, gli *hedge fund* hanno ulteriormente rafforzato il proprio peso percentuale sul totale delle negoziazioni rispetto al 2017. Infatti, il volume negoziato dagli *hedge fund* è stato in media di oltre il 19% del totale delle transazioni effettuate con clientela finale (contro il 17,4% del 2017), raggiungendo il picco massimo di oltre il 21% nel terzo trimestre del 2018. Data la natura dell'investitore, i flussi netti registrati nei vari trimestri sono stati molto volatili e non tali da far evidenziare nel 2018 una domanda netta complessiva positiva o negativa.

**GRAFICO II.18: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE - GESTORI DI FONDI, BANCHE, FONDI PENSIONE ED ASSICURATIVI, HEDGE FUND (MILIONI DI EURO)**



Fonte: Elaborazione su dati EMAR

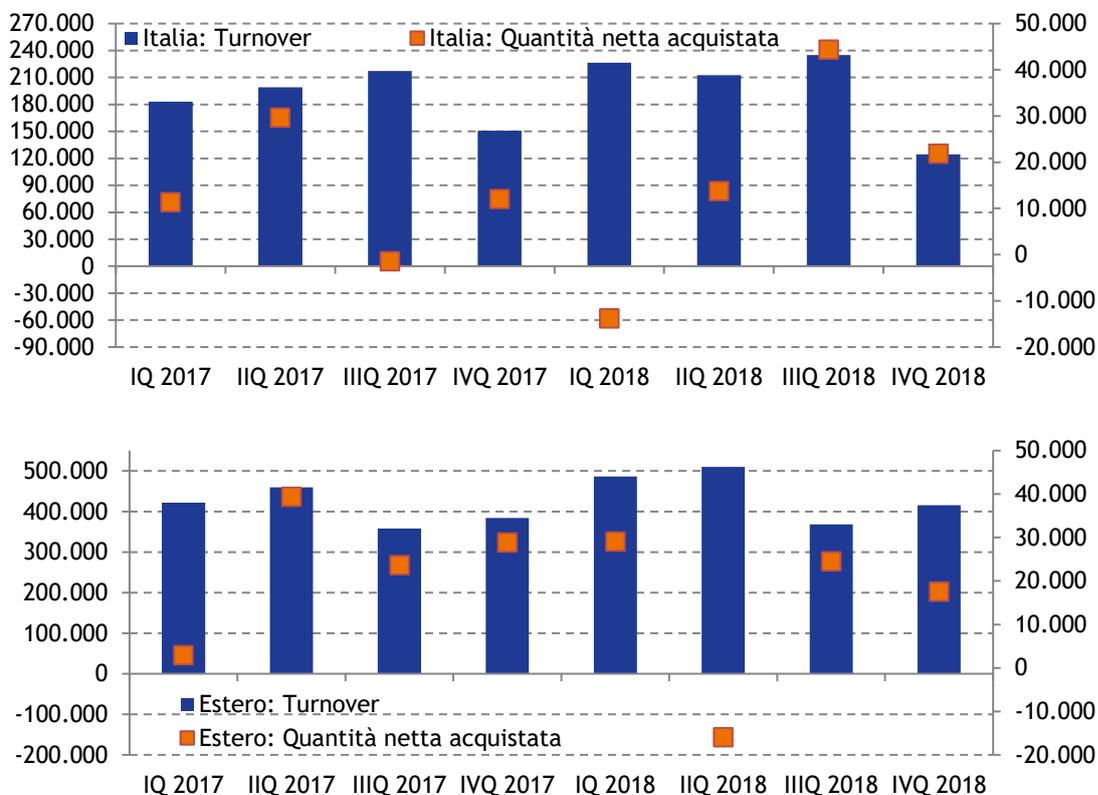
### Gli scambi per area geografica di residenza delle controparti

Per quanto riguarda l'evoluzione della domanda per area geografica, suddivisa nelle due categorie di investitori italiani ed esteri, nel 2018 si sono osservate molteplici divergenze (vedi Grafico II.19) di comportamento rispetto al 2017.

Gli investitori italiani hanno scambiato volumi medi complessivi trimestrali in linea con quelli registrati nell'ultimo biennio intorno ai 200 miliardi di euro. Il profilo trimestrale dei volumi scambiati non è stato tuttavia omogeneo ed ha fatto registrare nell'ultimo trimestre un calo significativo, pari a circa il 45% sulla media dei trimestri precedenti. Per quanto riguarda i flussi netti in acquisto, questi sono stati complessivamente in deciso rialzo rispetto al 2017, con un aumento di circa il 30%. Su base trimestrale, il profilo degli acquisti netti è stato caratterizzato da vendite nette nel primo trimestre e da acquisti netti nei trimestri successivi, con una media pari ad oltre 26 miliardi e volumi in acquisto *record* nel terzo trimestre (oltre 44 miliardi).

I volumi assoluti trimestrali scambiati dagli investitori finali esteri hanno mostrato una leggera crescita rispetto al 2017, pari a circa il 10%. Tuttavia, i flussi in acquisto netti sono stati in netto calo (oltre il 41%) rispetto al 2017, attestandosi sull'anno su una media di circa 13 miliardi a trimestre (contro i 25 miliardi del 2017). A contribuire a questo andamento negativo è anche il risultato del secondo trimestre, nel corso del quale gli investitori esteri hanno ceduto quasi 16 miliardi di titoli.

**GRAFICO II.19: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI RESIDENZA DELLA CONTROPARTE (MILIONI DI EURO)**

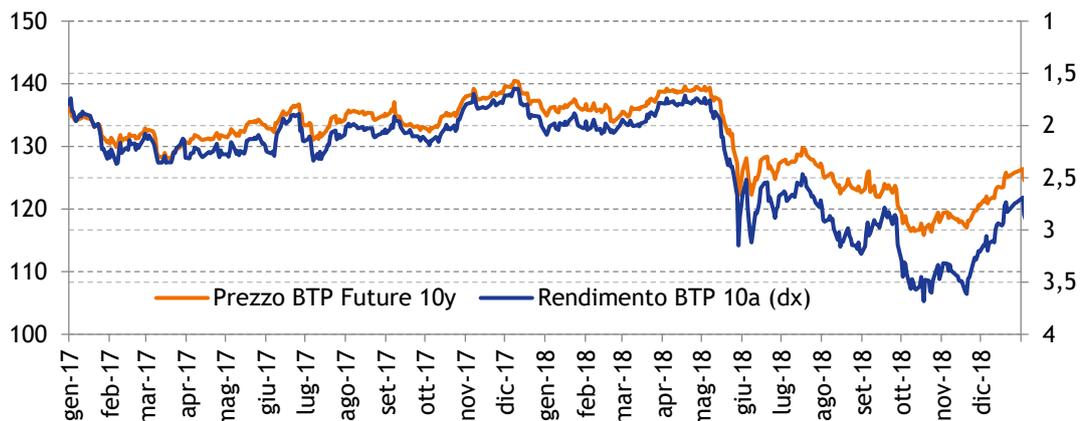


Fonte: Elaborazione su dati EMAR

## L'Evoluzione del mercato dei BTP Future

Per quanto riguarda l'evoluzione delle quotazioni del *Future* sui titoli governativi italiani, in questo paragrafo si prendono a riferimento i dati sulla scadenza decennale<sup>26</sup>, di gran lunga più liquida rispetto ai contratti sulle scadenze triennali e quinquennali. Il Grafico II.20 mostra come l'andamento del prezzo sia stato perfettamente correlato alla *performance* dei BTP *benchmark* decennali, sebbene non possano definirsi sporadici gli eventi in cui l'ampiezza di oscillazione del BTP *Future* sia stata più marcata di quella del titolo sottostante.

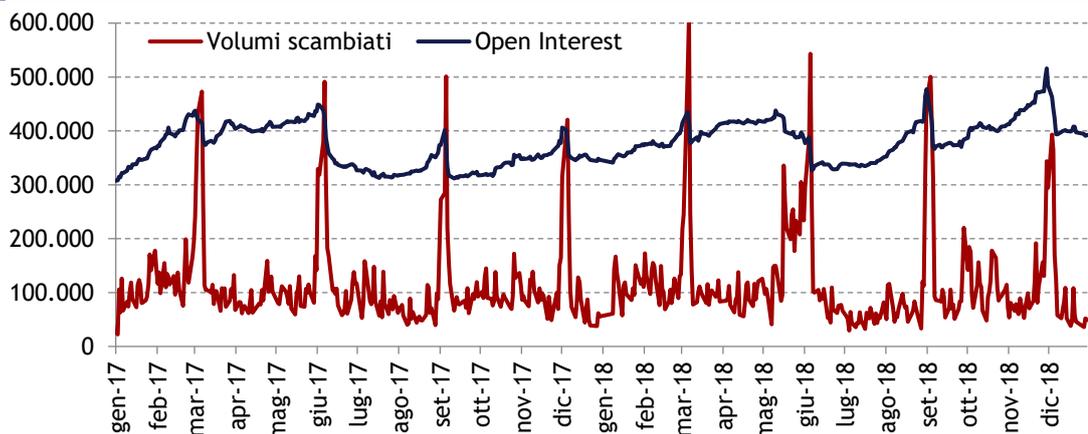
**GRAFICO II.20: ANDAMENTO DEL PREZZO DEL FUTURE BTP E DEL RENDIMENTO DEL BTP BENCHMARK SU SCADENZA 10 ANNI (SCALA DI DESTRA INVERTITA IN %)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Tanto in termini di volumi scambiati che di livello di *open interest*<sup>27</sup>, non si rilevano significative differenze rispetto al 2017 (Graf. II.21).

**GRAFICO II.21: VOLUMI DI LOTTI SCAMBIATI E OPEN INTEREST DEL CONTRATTO BTP-FUTURE NEGOZIATI SULLA SCADENZA DECENNALE SUL MERCATO EUREX**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

<sup>26</sup> Negoziato su Eurex, il prodotto è identificato in Bloomberg con il codice "IKA cmdty".

<sup>27</sup> L'*open interest* rappresenta il numero di contratti *Future* in esistenza - e quindi non ancora chiusi - che vengono negoziati sul mercato. Si può definire dunque come la somma di tutte le posizioni lunghe o corte aperte sui BTP decennali via contratto *Future* in un specifico istante. Le fasi di forte salita normalmente indicano una tendenza in una medesima direzione di una fetta ampia di operatori.

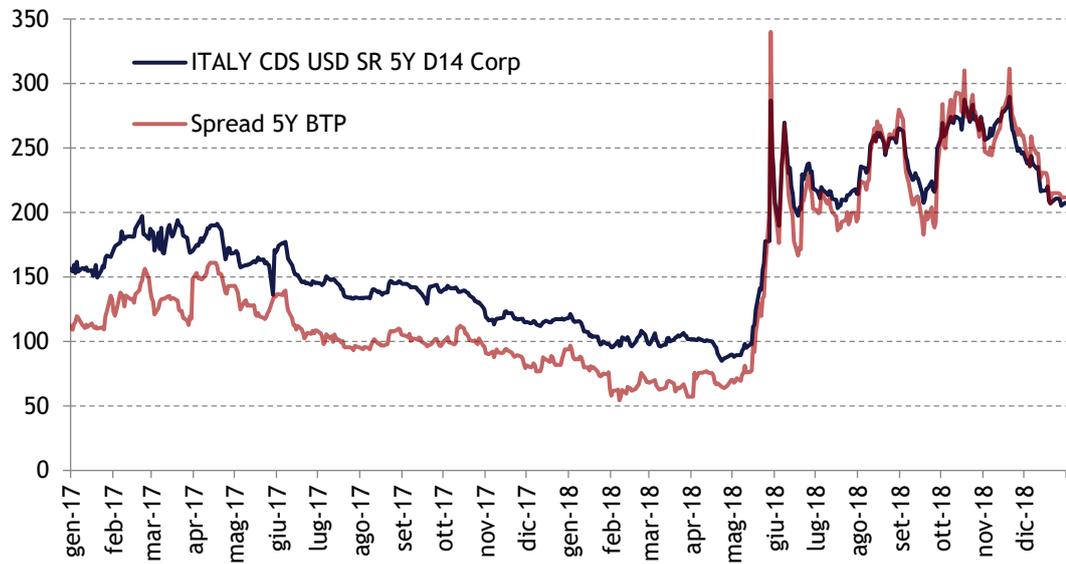
Tuttavia, emerge nel 2018 una crescente diffusione dell'utilizzo del contratto *Future* come strumento per la copertura dai rischi da parte di detentori di BTP. Usato come strumento di riduzione complessivo del rischio del portafoglio di investimento in titoli di Stato, il *Future* tende ad agevolare l'acquisto del debito Italiano da parte di un *pool* di investitori sempre più ampio. Tuttavia, in contesti di mercato estremamente volatili e caratterizzati da rarefazione della liquidità sul mercato a pronti, il contratto *Future* agevola di converso operazioni di tipo speculativo, tipiche degli investitori *fast money* che hanno un orizzonte di investimento di breve periodo. Infatti, mentre in un contesto di mercato a pronti abbastanza positivo (cioè nel periodo che intercorre tra il *roll* del contratto di marzo fino a metà maggio), si è verificata una costante attività di apertura di posizione nette sul *Future*, da metà maggio in poi si è invece assistito ad un'importante inversione di tendenza: una riduzione rapida delle posizioni aperte (pari a 25.000 contratti nella sola giornata del 17 maggio) ed un contestuale incremento dei volumi negoziati da circa 100.000 lotti ad oltre 300.000 nella giornata di mercato più critica del 29 maggio. Nei giorni successivi i volumi sono ulteriormente cresciuti, in parte anche per effetto del *roll* del contratto con scadenza a giugno.

Anche il contratto *Future* sul BTP a 3 anni (FBTS) negli ultimi anni sta ricevendo un interesse sempre più intenso da parte degli investitori, che lo utilizzano con le medesime finalità sopra descritte. Sotto questo profilo, laddove in condizioni di mercato ordinate la presenza di questo contratto ha anche agevolato la stabilità del comparto breve della curva BTP ed il collocamento dei relativi titoli, essa invece, in momenti di *stress*, ha causato movimenti repentini della curva e contribuito a generare fenomeni di intensa volatilità.

### L'andamento del CDS sovrano Italiano

Nel 2018, l'andamento del prezzo dei *Credit Default Swap* (d'ora in poi CDS) sui titoli sovrani italiani sulla scadenza a 5 anni (quotato in USD), ha mostrato un andamento simile a quello dello *spread* BTP-*Bund* sulla medesima scadenza quinquennale, come si evince dal Grafico II.22. Va tuttavia segnalato che con il riemergere della fase di volatilità a partire dal mese di maggio 2018 lo *spread* BTP-*Bund* ha avuto un incremento decisamente più marcato rispetto a quello del CDS. In tal senso, va ribadito come il CDS sia diventato nel corso degli anni uno strumento sempre più illiquido e pertanto poco utilizzato dagli investitori come strumento di copertura/protezione. Anche a questo motivo è riconducibile l'andamento non perfettamente allineato delle due curve.

**GRAFICO II.22: ANDAMENTO DEL PREZZO DEI CDS DEI GOVERNATIVI ITALIA (\$) SULLA SCADENZA 5 ANNI E DELLO SPREAD BTP-BUND 5 ANNI (IN PUNTI BASE)**



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

## III. LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2018

### III.1 LA CONSISTENZA DEL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE

La definizione di debito pubblico utilizzata in relazione agli adempimenti previsti dai Trattati sull'Unione Europea è riferita - quanto ai soggetti inclusi - al settore delle amministrazioni pubbliche, suddiviso nei tre sottosettori dell'amministrazione centrale, delle amministrazioni locali e del settore previdenziale pubblico<sup>1</sup>. Quanto invece all'ammontare da tenere in considerazione, essa si riferisce al debito lordo, costituito cioè dalla somma di tutte le passività senza alcuna deduzione di eventuali attività, e consolidato, in quanto non si considerano le passività di un sottosettore detenute da un altro sottosettore (rileva esclusivamente l'esposizione verso l'esterno della pubblica amministrazione nel suo complesso).

Il calcolo di questo aggregato è basato sui criteri settoriali e metodologici di cui, in primo luogo, al Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 549 del 2013 relativo al sistema europeo di conti nazionali e regionali (SEC2010) e, più nello specifico, al Regolamento comunitario n. 479/2009 relativo alla Procedura dei Deficit Eccessivi (EDP), come emendato dai Regolamenti n. 679/2010 e n. 220/2014.

Nel 2018, il livello assoluto del debito calcolato secondo tali criteri si è attestato ad un valore di circa 2.322 miliardi di euro, con un incremento di 52.947 milioni rispetto all'anno precedente. Questo dato ha risentito di alcune revisioni recentemente operate dall'ISTAT in accordo con Eurostat, che hanno riclassificato alcune unità all'interno delle pubbliche amministrazioni. Ciò ha determinato per la Banca d'Italia, responsabile della produzione dei dati di debito pubblico, la necessità di aggiungere al totale le passività di tali soggetti. Unitamente a minori revisioni ordinarie dovute all'aggiornamento delle fonti, ne è derivato un incremento di debito del tutto trascurabile nel 2015, ancora molto limitato nel 2016 (poco meno di 800 milioni), ma abbastanza rilevante nel 2017 e 2018 (rispettivamente 5,5 e 5,3 miliardi circa).

D'altro canto, questa riclassificazione settoriale ha avuto effetti anche sul calcolo del PIL, che l'ISTAT ha per il momento rivisto solo per gli ultimi due anni, viste le complesse interazioni con una molteplicità di voci indotte dalla nuova attribuzione settoriale. Per gli anni precedenti, tale revisione sarà effettuata a settembre 2019, nell'ambito della più generale revisione dei conti economici nazionali da tempo programmata. Pertanto, la revisione solo parziale già operata fa sì che il profilo temporale del rapporto Debito/PIL riportato nel Grafico III.1 sia

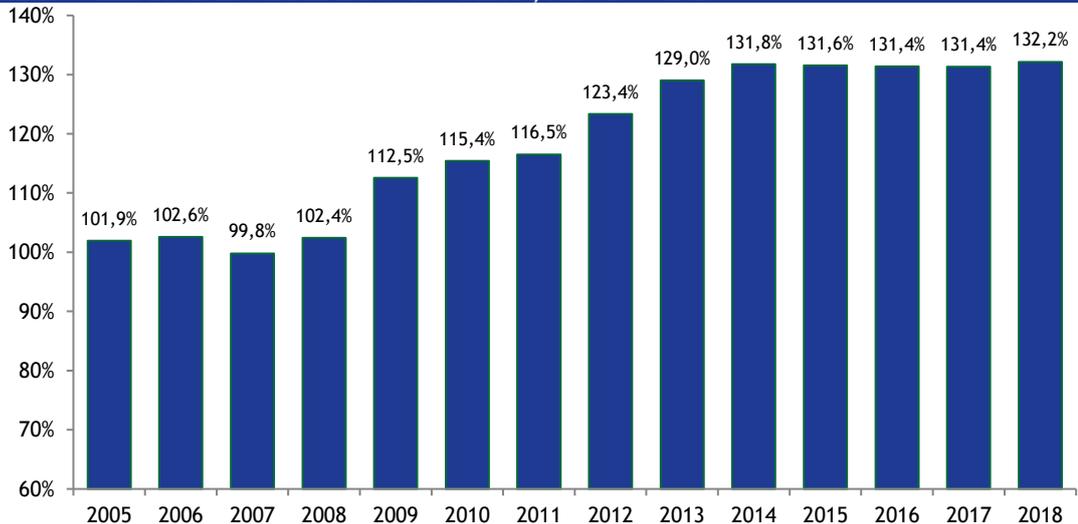
---

<sup>1</sup> Nei Paesi membri dell'Unione con assetto federale viene considerato anche un quarto sottosettore, quello costituito dall'insieme degli stati federati.

inevitabilmente alterato dal mancato aggiornamento metodologico della serie del denominatore fino al 2016.

Tenuto conto di tale avvertenza, si rileva comunque che nel 2018 il rapporto debito/PIL ha raggiunto il 132,2%, con un incremento di 0,8 punti percentuali rispetto al 2017.

**GRAFICO III.1: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL - 2005-2018**



Fonte: elaborazione su dati ISTAT

Da rilevare che, invece, l'effetto determinatosi sull'indebitamento netto è stato piuttosto contenuto ed ha lasciato invariati i rapporti deficit/PIL di entrambi gli anni. Peraltro, tale impatto è andato non ad aumentare, bensì a ridurre leggermente il disavanzo annuo sia del 2017 che del 2018.

### III.2 L'ATTIVITÀ IN TITOLI DI STATO

#### Scadenze e rimborsi dei titoli di Stato

Il valore complessivo dei titoli di Stato in scadenza nel 2018 è risultato pari a 334.973 milioni di euro, inferiore a quello dell'anno precedente di oltre 33 miliardi di euro: in termini relativi, una riduzione del 9,1%. Aggiungendo a tale importo i riacquisti effettuati nell'ambito delle numerose operazioni di *buy-back* e di concambio svolte nell'anno, il volume complessivo dei rimborsi ha raggiunto i 351.846 milioni di euro.

Per quanto riguarda i comparti a breve termine, i rimborsi dei BOT hanno registrato solo una modesta limatura rispetto al 2017 (150.801 milioni contro i 152.113 dell'anno precedente). Sul medio-lungo termine, invece, la diminuzione dei rimborsi è risultata più significativa, sia al netto di concambi e riacquisti (184.404 milioni scaduti nel 2018 contro i 216.355 del 2017) che al lordo di tali operazioni (201.046 milioni complessivamente rimborsati nel 2018 contro i 237.902 del 2017).

Nell'ambito del medio-lungo termine, anche nel 2018 largamente prevalenti sono risultate le scadenze di titoli domestici, pari a 181.292 milioni ed equivalenti al 98,3% del totale. Tale percentuale rimane invariata anche considerando le operazioni di riacquisto e concambio, dato che i rimborsi di titoli domestici hanno raggiunto un valore complessivo pari a 197.634 milioni di euro. Le scadenze di titoli esteri sono state complessivamente pari a 3.112 milioni di euro. Ad esse devono poi aggiungersi 300 milioni, relativi ad un piazzamento privato a tasso variabile (emesso nel 2006 nell'ambito del programma EMTN), che su richiesta dell'investitore istituzionale che lo deteneva è stato possibile riacquistare ad un prezzo sotto la pari.

È opportuno sottolineare che nel 2018, al pari degli anni precedenti, sono state utilizzate le somme accumulate in corso d'anno nel Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. L'onere per il rimborso dei titoli a medio lungo termine nel bilancio dello Stato è stato conseguentemente alleggerito di 700 milioni, attestandosi a 200.346 milioni.

#### **Emissioni nette e copertura del fabbisogno**

Nel 2018 le emissioni nette<sup>2</sup>, ossia la copertura in termini di cassa realizzata collocando titoli di Stato, si sono attestate ad un valore di 46.896 milioni di euro, mentre altre movimentazioni di tesoreria hanno portato le coperture totali a 50.803 milioni; il tutto a fronte di un fabbisogno del settore statale<sup>3</sup> di 45.219 milioni.

Nell'anno in esame le coperture hanno ecceduto il fabbisogno in considerazione della necessità di assicurarsi una riserva di liquidità di fine anno superiore a quella di fine 2017. Ciò in quanto il 2019 risultava considerevolmente più impegnativo sul versante dei rimborsi, in particolare i mesi di febbraio e marzo, in cui risultavano scadenze BTP per oltre 47 miliardi di euro.

Inoltre dall'inizio del 2019 era attesa, ed è poi stata definitivamente annunciata, la fine degli acquisti netti di titoli da parte della BCE nell'ambito del programma PSPP; non essendo, quindi, escluse a priori potenziali ripercussioni sulla domanda di titoli di Stato, appariva prudente chiudere l'anno con una riserva di liquidità più ampia.

---

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

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

**TABELLA III.1: EMISSIONI<sup>1</sup>, SCADENZE E COPERTURA DEL FABBISOGNO DEL SETTORE STATALE (MILIONI DI EURO)**

	<b>2018</b>
Emissioni nominali (*)	400.977
Rimborsi nominali (*)	351.846
Emissioni al netto ricavo (a)	399.191
Rimborsi al netto ricavo (b)	352.295
<b>Emissioni nette (c) = (a) - (b)</b>	<b>46.896</b>
<b>Altre forme di copertura giacenti in Tesoreria dello Stato (f) = -(d) + (e) - (c)</b>	<b>3.907</b>
<b>Totale coperture (c) + (f)</b>	<b>50.803</b>
<b>Variazione Conto disponibilità del Tesoro 31-12-2017 vs 31-12-2016 (e)</b>	<b>5.584</b>
<b>Saldo di cassa del Settore Statale (d)</b>	<b>-45.219</b>

<sup>1</sup> Calcolate per l'intero anno con il criterio della data di regolamento, e non per data d'asta.

Fonte: MEF

## Gestione delle emissioni

Come già ricordato, il volume complessivo di titoli da rifinanziare nel 2018 risultava meno pesante rispetto al 2017, anche se, come sempre, la dinamica di formazione del fabbisogno di cassa ha implicato un ricorso al mercato più cospicuo nella prima metà dell'anno e via via decrescente col trascorrere dei mesi (v. Tab. III.2). Inoltre, il profilo delle scadenze in corso d'anno si è prospettato fin dall'inizio piuttosto regolare e senza picchi tali da determinare particolari criticità gestionali.

**TABELLA III.2: TITOLI DI STATO EMESSI AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO (MILIONI DI EURO)**

	Totale 2017	I Trimestre 2018	II Trimestre 2018	III Trimestre 2018	III Trimestre 2018	Totale 2018
<b>Totali a breve termine (BOT)</b>	<b>151.601</b>	<b>45.500</b>	<b>38.300</b>	<b>37.803</b>	<b>30.050</b>	<b>151.653</b>
<b>Totali a medio-lungo termine</b>	<b>262.084</b>	<b>78.733</b>	<b>67.805</b>	<b>49.088</b>	<b>42.567</b>	<b>238.192</b>
<i>Di cui:</i>						
CTZ	28.660	10.631	6.063	6.076	6.400	29.169
BTP	173.155	54.528	41.181	34.768	28.144	158.622
BTP€i	13.550	7.300	4.750	2.470	2.146	16.666
BTP Italia	15.697	0	7.709	0	2.164	9.873
CCTeu	31.023	6.274	8.102	5.776	3.712	23.863
Titoli esteri	0	0	0	0	0	0
<b>TOTALE</b>	<b>413.684</b>	<b>124.233</b>	<b>106.105</b>	<b>86.891</b>	<b>72.617</b>	<b>389.845</b>

Fonte: MEF

Tuttavia, la conclusione della legislatura ha determinato un clima di incertezza che ha reso più complicata la scelta dei titoli da proporre di volta in volta al mercato, e questo non solo in prossimità della data di svolgimento delle elezioni nazionali (il 4 marzo), ma ancor più nel lungo processo che ha portato alla formazione del nuovo governo. Peraltro, anche nei mesi seguenti si sono presentate numerose occasioni di tensione, principalmente dovute alla lunga discussione intrapresa dal Governo con la Commissione Europea sugli obiettivi di finanza pubblica per il triennio 2019 - 2021.

L'anno oggetto di questo rapporto si è così rivelato abbastanza impegnativo e la gestione delle emissioni ha dovuto tener conto di numerosi momenti di volatilità

nei corsi di mercato e, conseguentemente, di fluttuazioni non marginali nelle preferenze degli investitori.

## Titoli domestici

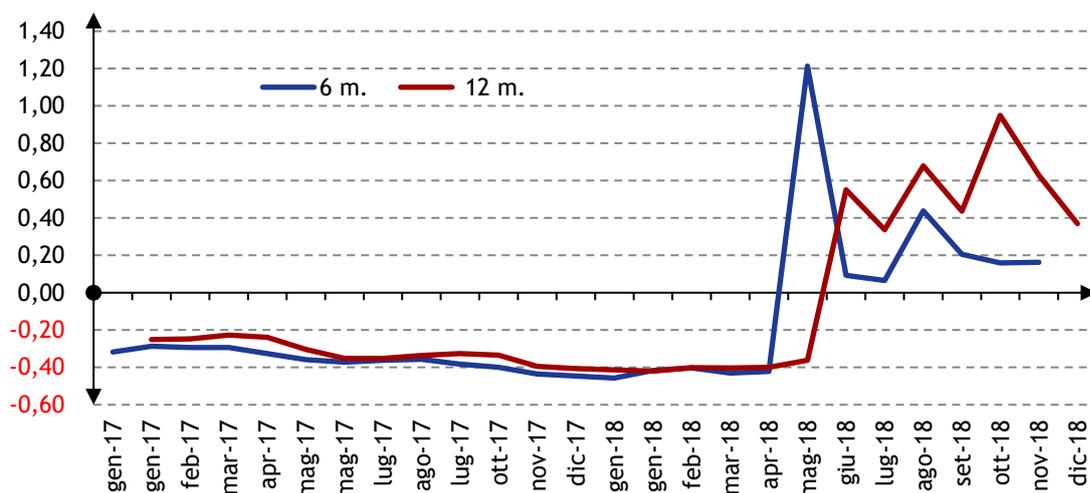
### BOT

Quanto prospettato nelle Linee Guida per la gestione del debito nel 2018 è stato effettivamente realizzato. L'intenzione di procedere sostanzialmente al rinnovo dei titoli in scadenza ha potuto essere rispettata: a fine anno, infatti, lo *stock* di BOT è aumentato in misura molto marginale (852 milioni), attestandosi in valore assoluto a 107.453 milioni di euro contro i 106.601 milioni del dicembre 2017. In termini relativi, invece, il peso di questi titoli sul totale dello *stock* ha subito un'ulteriore limatura, attestandosi al 5,48% a fronte del 5,59% di un anno prima.

Questi valori sono la risultante di minori scadenze in corso d'anno (150.800 milioni contro i 152.113 del 2017) e soli 52 milioni di maggiori emissioni lorde (151.653 milioni contro i 151.601 del 2017). Anche nel 2018 non sono emerse esigenze di cassa tali da rendere opportuno il ricorso a scadenze inferiori ai 6 mesi; di conseguenza, sono stati emessi esclusivamente titoli annuali e semestrali. I primi hanno fatto registrare a fine anno uno *stock* di 76.350 milioni di euro, i secondi di 31.103 milioni.

Questa situazione apparentemente tranquilla sul versante dei volumi emessi non riflette minimamente le tensioni vissute nel corso dell'anno, più facilmente deducibili dal grafico che riporta l'evoluzione dei rendimenti in asta (Graf. III.2).

**GRAFICO III.2: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE DEI BOT A 6 E 12 MESI, 2017-2018 (PUNTI PERCENTUALI)**



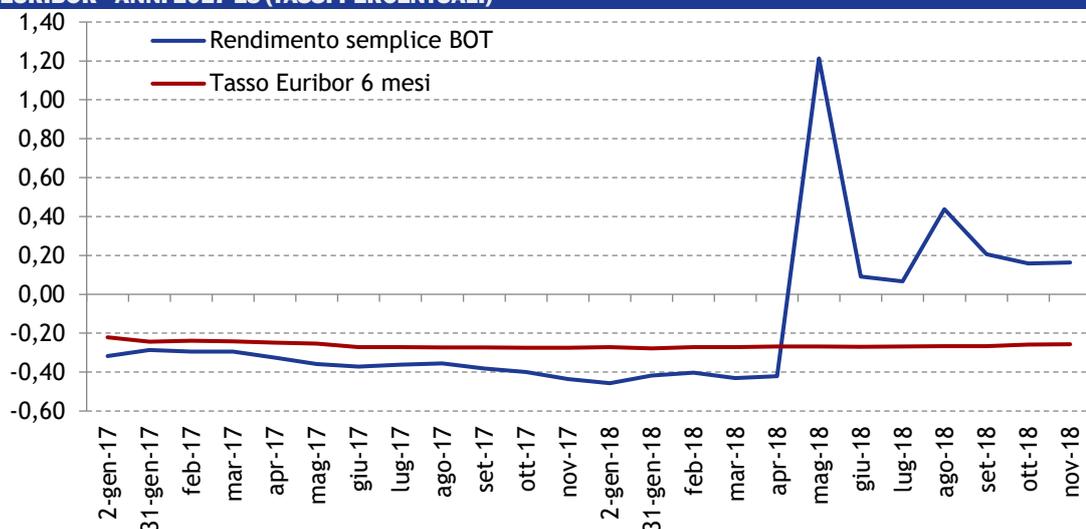
Fonte: MEF

L'anno risulta nettamente diviso in due periodi caratterizzati da valori molto differenti. Fino a metà maggio è proseguito l'andamento molto favorevole dell'anno precedente, al punto che il tasso medio di aggiudicazione è risultato sempre negativo e perfino inferiore alla media del 2017 (-0,411% contro -0,328%). Nell'asta

del BOT semestrale del 29 maggio si è registrato invece un massiccio aumento, con il rendimento medio ponderato di aggiudicazione che ha invertito il segno balzando fino all'1,213% (oltre 160 punti base in più rispetto all'asta precedente). Indicativo delle preoccupazioni del mercato al momento dell'asta di fine maggio è anche il tasso di copertura (*bid to cover ratio*), risultato pari solo a 1,19, il più basso registrato sul BOT a 6 mesi fin dal 2001. Tutto ciò a fronte di un'offerta di 5.500 milioni, quindi particolarmente contenuta per questa scadenza, considerata di norma quella più facilmente assorbibile.

La frattura del *trend* determinatasi a fine maggio appare ulteriormente evidente osservando l'evoluzione dell'EURIBOR a 6 mesi congiuntamente a quella dei rendimenti dei BOT di pari scadenza, come emerge dal Grafico III.3.

**GRAFICO III.3: RENDIMENTO ALL'EMISSIONE DEI BOT SEMESTRALI E CONFRONTO CON IL TASSO EURIBOR - ANNI 2017-18 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonti: MEF, Bloomberg

Anche per il BOT annuale nell'asta di metà giugno<sup>4</sup> si è osservata una marcata inversione di segno dei rendimenti in asta. Per questo titolo il rialzo è stato un po' meno estremo rispetto al semestrale, ma comunque molto rilevante: 91 punti base. Tuttavia, mentre nei mesi successivi i rendimenti del BOT a 6 mesi hanno registrato un ritracciamento più marcato, quelli del BOT a 12 mesi hanno mostrato una divaricazione piuttosto significativa (assente in precedenza) rispetto al titolo più corto, nonché una *performance* complessivamente meno positiva nella seconda metà dell'anno.

Tenuto conto di tale variabilità in corso d'anno, la media ponderata annua dei rendimenti di aggiudicazione del breve termine, pari a 0,081% per i BOT nel loro complesso, appare scarsamente significativa. Ciò appare ancor più evidente guardando alle due scadenze del comparto: 0,015% sui 6 mesi, con un'oscillazione tra il minimo di -0,437% registrato nell'asta di fine 2017 (regolata, come di consueto, il primo giorno lavorativo del 2018) e il massimo di fine maggio pari a

<sup>4</sup> L'effetto è ritardato rispetto alla scadenza semestrale perché l'asta del BOT a 12 mesi si tiene solo a metà mese.

1,213%; 0,145% sul titolo annuale, sintesi di una fluttuazione tra il minimo di metà maggio, pari a -0,42%, e il massimo di 0,949%, registrato a metà ottobre.

I *bid-to-cover ratio* medi dell'anno sono stati pari a 1,61 per il BOT semestrale<sup>5</sup> e 1,66 per l'annuale, un po' inferiori di quelli del 2017, pari rispettivamente a 1,72 e 1,80. Per il BOT semestrale tale rapporto ha oscillato tra un minimo di 1,19 a maggio e un massimo di 1,98 a giugno, per l'annuale tra l'1,38 di maggio e il 2,01 di luglio. Gli ammontari offerti in asta sono stati abbastanza omogenei e le modeste differenze tra un mese e l'altro non hanno minimamente influenzato l'ampiezza della domanda, risultata invece più sensibile al clima generale di mercato.

In merito alla composizione della domanda in asta, dai dati rilevati attraverso gli Specialisti in titoli di Stato secondo il modello armonizzato di raccolta definito a livello europeo (EMAR<sup>6</sup>) risulta che i BOT sono stati richiesti per poco più della metà da italiani, per circa un quarto da investitori dell'Eurozona, per circa il 12% da altri europei e per la rimanente quota da investitori di altre aree geografiche.

Relativamente alla tipologia di investitore, si è registrata una netta prevalenza di fondi d'investimento e di banche, seguiti da una quota inferiore, ma significativa, di banche centrali esterne all'Unione Europea. Per queste ultime, la presenza nei primi quattro mesi dell'anno è risultata particolarmente rilevante, per poi ridursi sensibilmente in seguito.

## CTZ

Alla fine del 2018 lo *stock* di CTZ in valori assoluti è risultato in aumento di quasi 5 miliardi rispetto all'anno precedente: 45.591 contro 40.692 milioni di euro. In termini di peso relativo sul circolante di tutti i titoli di Stato l'incremento corrisponde solo allo 0,2% (dal 4,13% del 2017 al 4,33% del 2018).

Il volume delle scadenze di questa tipologia di titolo era quasi identico a quello dell'anno precedente: 23.733 milioni nel 2018 a fronte di 23.754 milioni nel 2017. Peraltro, anche il totale emesso è stato molto simile: 29.169 milioni nel 2018 e 28.660 milioni nel 2017, pienamente in linea con quanto prefigurato nelle Linee Guida per l'anno. La differenza di valori nello *stock* in chiusura d'anno è frutto della diversa composizione dei riacquisti di CTZ sul mercato attraverso concambi e *buy-back*, che nel 2017 erano stati abbastanza cospicui (3.820 milioni), mentre nel 2018 sono stati limitati a soli 537 milioni.

La dimensione dell'offerta è stata molto regolare, con 3 miliardi come valore massimo proposto in occasione dell'apertura delle due nuove linee dell'anno: il CTZ con scadenza il 30 marzo del 2020, lanciato nell'asta di fine marzo, e quello con scadenza 27 novembre 2020, lanciato a fine ottobre. Nelle *tranche* successive alla prima, invece, l'importo massimo offerto ha oscillato tra un minimo di 1.750 milioni, proposto quattro volte (a maggio, giugno agosto e settembre), e il massimo di 2.500 milioni relativo alle aste regolate a inizio gennaio e a fine novembre.

Il *bid to cover ratio* ha oscillato tra il minimo di 1,32 registrato a fine febbraio e il massimo di 2,11 dell'asta di fine dicembre 2017, regolata il 2 gennaio 2018. La media dell'anno di questo indicatore è stata pari a 1,75, solo leggermente inferiore

---

<sup>5</sup> Sarebbe stato solo un po' più elevato (1,65) escludendo il minimo di maggio.

<sup>6</sup> Cfr. *supra*, Cap. II

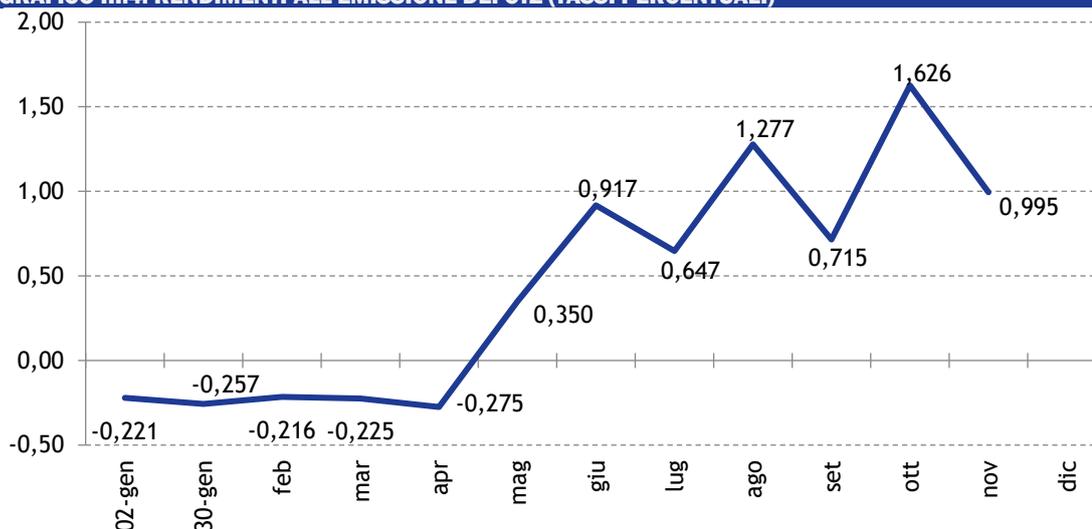
all'1,81 dell'anno precedente. Probabilmente anche a causa dell'omogeneità degli importi offerti, nel 2018 non si è rilevata alcuna particolare correlazione tra entità delle emissioni e dimensione del rapporto di copertura delle aste.

La provenienza geografica della domanda in asta per i CTZ è stata prevalentemente domestica (il 62% circa); piuttosto significativa, inoltre, la quota di investitori europei esterni all'Area Euro (oltre il 18%), seguiti dagli americani (poco meno dell'11%) e dagli altri investitori europei (quasi il 9%).

Riguardo alle categorie di investitori, le banche e i fondi d'investimento sono risultati nettamente dominanti, seguiti da banche centrali esterne alla UE, significative soprattutto nei primi mesi dell'anno, e *hedge fund*, attivi soprattutto da agosto in poi.

Anche per i CTZ, dall'asta di fine maggio i rendimenti all'emissione sono balzati da valori significativamente negativi (ad esempio -0,275% ad aprile) a positivi, con un andamento successivo che, pur con notevoli oscillazioni, ha mostrato una tendenza complessivamente al rialzo, toccando il massimo a fine ottobre con un tasso all'emissione pari all'1,626% (v. Grafico III.4), in corrispondenza della fase più contrastata del dialogo con la Commissione Europea sul bilancio 2019-2021.

**GRAFICO III.4: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI CTZ (TASSI PERCENTUALI)**



Fonte: MEF

## BTP

Le emissioni lorde di BTP sono state pari nel 2018 a 158.622 milioni di euro (al netto dei collocamenti effettuati nell'ambito delle operazioni di concambio), a fronte dei 173.155 milioni dell'anno precedente. Vi è quindi stata una riduzione piuttosto significativa dei volumi emessi (-8,4%), percentualmente maggiore rispetto a quella registrata sul totale delle emissioni lorde complessive, che è calato del 5,8%. Ciò nonostante, a fine anno il peso dei BTP nominali sullo *stock* dei titoli di Stato mostra comunque un leggero incremento (71,9% contro il 71,8% del 2017).

Molto modesta è stata l'offerta di titoli *off-the-run*, pari a 3.098 milioni, ossia a solo l'1,95% del totale, che nel 2017 avevano invece rappresentato il 6,17% dell'offerta complessiva in asta.

Per quanto riguarda gli *on-the-run*, la ripartizione fra le varie scadenze è stata molto omogenea nel segmento più a breve: 31.500 milioni sul titolo triennale e 31.674 sul quinquennale, a fronte di valori leggermente più differenziati nel 2017, quando erano stati rispettivamente pari a 32.998 e 36.404 milioni.

Per entrambe le scadenze l'anno è iniziato con le ultime riaperture dei *benchmark* lanciati nella seconda metà dell'anno precedente, protrattesi fino a marzo per il BTP a 3 anni 15 ottobre 2017/2020, recante una cedola dello 0,20%, e fino a febbraio per il quinquennale 1° agosto 2017/2022, avente tasso nominale pari allo 0,90% annuo. Il primo aveva raggiunto in marzo un circolante di circa 15.450 milioni di euro, il secondo è stato chiuso a febbraio con un flottante di poco superiore a 18.300 milioni.

Due nuovi titoli sono poi stati lanciati nel 2018, sia a 3 che a 5 anni, con revisione dei rispettivi tassi cedolari, al fine di avvicinarli quanto più possibile ai rendimenti correnti al momento della prima emissione.

A metà aprile è stata offerta la prima *tranche* del BTP 15 aprile 2018/2021, con una cedola che ha nuovamente toccato il minimo storico di 0,05%, replicando quanto avvenuto nell'ottobre del 2016. Ciò in quanto il clima di mercato particolarmente favorevole al breve termine, già menzionato a proposito dei BOT e dei CTZ, si è esteso alla scadenza triennale fino all'asta di metà maggio. Questo titolo è stato riproposto in asta fino a settembre, quando ha raggiunto un flottante superiore ai 15.400 milioni<sup>7</sup>. A metà ottobre è stato poi lanciato in asta il nuovo BTP 15 ottobre 2018/2021 con una cedola pari al 2,30%, aggiornata ai nuovi livelli di mercato notevolmente innalzatisi rispetto alla prima parte dell'anno. A dicembre, così come per i BTP settennali e a lungo termine, l'asta di metà mese è stata cancellata anche per questo triennale. Tuttavia una *tranche* aggiuntiva di 3,2 miliardi è stata emessa nell'ambito di un'operazione di concambio sindacato commentata più avanti, che ne ha portato il circolante di fine anno a poco più di 10.500 milioni di euro.

I rapporti di copertura delle aste di triennale sono stati in media pari a 1,58, con un minimo di 1,26, toccato ad ottobre, ed un massimo di 1,96, registrato a metà luglio. I valori più bassi sono stati in corrispondenza dell'offerta più cospicua che caratterizza le emissioni di lancio di una nuova linea, ma per le *tranche* successive, in cui l'offerta massima ha oscillato tra i due e i tre miliardi, non si è manifestata alcuna correlazione tra *bid-to-cover ratio* e dimensioni dell'asta.

Per quanto riguarda la scadenza quinquennale, la cedola del nuovo BTP 1° marzo 2018/2023 è stata solo marginalmente ritoccata al rialzo (0,95%) e il titolo è stato chiuso con l'asta regolata il 1° agosto, avendo raggiunto un volume complessivo di oltre 17.100 milioni di euro. Il BTP 1° agosto 2018 - 1° ottobre 2023, lanciato con l'asta regolata il 3 settembre, invece, reca una cedola molto superiore, pari al 2,45%. Per i primi due mesi di vita del titolo è stata pagata una cedola corta, commisurata al rateo del tasso nominale per tale periodo. Il circolante di fine anno ha superato i 10.300 milioni di euro.

Il *bid-to-cover ratio* delle aste di BTP a 5 anni è stato mediamente pari a 1,55. Il valore più basso di 1,34 si è registrato in occasione delle aste di fine giugno e di fine novembre, mentre il massimo di 2,12 si è osservato nell'asta di fine agosto

---

<sup>7</sup> Nell'ambito di una successiva operazione di concambio sono stati riacquistati 150 milioni di questo titolo, riducendone di conseguenza il circolante.

(regolata il 1° settembre) in cui si apriva il nuovo *benchmark* con scadenza 1° ottobre 2023. Essendo l'importo offerto piuttosto elevato (come sempre avviene per le prime *tranche* di un nuovo titolo), ciò evidenzia la particolare attrattività della scadenza quinquennale in quel particolare momento.

Il titolo a 7 anni è stato emesso per un ammontare annuo non dissimile da quello dei due BTP più corti: 30.717 milioni, in leggero aumento rispetto all'anno precedente, in cui ne erano stati emessi 29.762 milioni di euro. Non essendoci ancora rimborsi di settennali, anche nel 2018 le emissioni nette hanno coinciso con le lorde. Analogamente ai BTP a 3 e 5 anni, i primi mesi sono stati caratterizzati da *tranche* ulteriori del titolo aperto nello scorcio finale del 2017, il BTP 15 settembre 2017 - 15 novembre 2024, con cedola dell'1,45%, che è stato chiuso dopo aver raggiunto un circolante di circa 15.550 milioni. A metà marzo è stata lanciata una nuova linea, mantenendo lo stesso livello cedolare, e il BTP 15 marzo 2018 - 15 maggio 2019 ha pagato una cedola corta per i primi due mesi di vita. Le relative riaperture si sono protratte fino a metà luglio, quando il titolo ha raggiunto un circolante superiore ai 15,7 miliardi di euro. Il BTP settennale successivo, 17 settembre 2018 - 15 novembre 2025, è stato offerto per la prima volta nell'asta di metà settembre, con tasso cedolare del 2,50% (oltre un punto percentuale superiore al precedente) e una cedola corta per i primi due mesi di vita. A fine anno lo *stock* in circolazione era di poco inferiore a 8,5 miliardi di euro.

I rapporti di copertura delle aste di BTP settennali hanno oscillato tra il minimo di 1,25 dell'asta di metà marzo in cui l'offerta è stata piuttosto cospicua (4 miliardi) in quanto si apriva il nuovo *benchmark* con scadenza maggio 2025, e il massimo di 1,90 dell'asta di metà ottobre, in cui invece l'importo offerto è stato il più basso dell'anno. Per questa scadenza, quindi, la correlazione inversa tra dimensione dell'asta e *bid to cover ratio* appare abbastanza netta.

Anche nel 2018, coerentemente con quanto prospettato nelle Linee Guida dell'anno, il BTP decennale è risultato quello le cui emissioni sono risultate più corpose: 35.145 milioni, quasi lo stesso importo dell'anno precedente, in cui ne erano stati emessi 35.747 milioni.

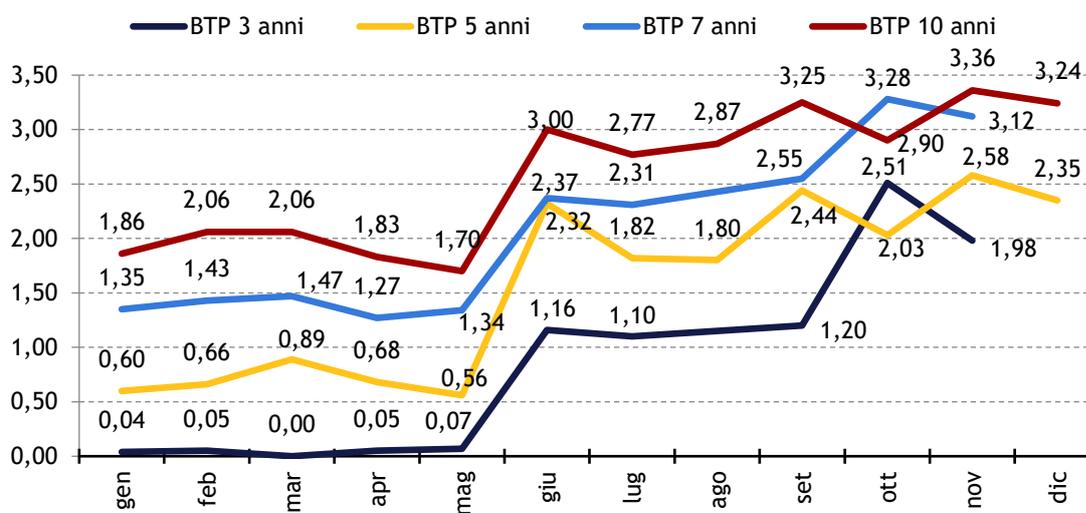
Per questa scadenza, l'asta di fine 2017, regolata il 2 gennaio 2018, ha collocato l'ultima *tranche* del BTP con scadenza 1° agosto 2027. Il nuovo *benchmark* 1° febbraio 2018/2028 è stato lanciato un mese dopo, ricevendo una buona accoglienza dal mercato, nonostante l'ammontare piuttosto elevato dell'asta (4.500 milioni, cui se sono aggiunti ulteriori circa 963 nel collocamento supplementare riservato agli Specialisti in titoli di Stato del giorno seguente). Il relativo tasso cedolare è stato limato: 2% contro il 2,05% del precedente *benchmark*. Questo titolo è stato riaperto fino all'asta di fine giugno, regolata il 2 luglio, con la quale ha raggiunto un circolante di 19.059 milioni di euro. A partire dall'asta tenutasi a fine luglio e regolata il 1° agosto, è stato proposto fino a fine anno il BTP 1° agosto 2018 - 1° dicembre 2029, con tasso nominale annuo innalzato al 2,80% per tenere conto del mutato contesto dei tassi di mercato. La prima cedola corta pagata a dicembre è stata commisurata al rateo per il periodo corrispondente. A fine anno il circolante si è attestato ad un valore di poco inferiore ai 14.600 milioni di euro.

Sulla scadenza decennale i rapporti di copertura in asta sono andati dal minimo di 1,25 dell'asta regolata il 1° febbraio, risultata particolarmente corposa, al massimo di 1,82 registrato nell'asta regolata a inizio anno, che è stata quella con

l'offerta di minore entità (1.500 milioni). Pur registrando una sensibilità al clima di mercato analoga a quella delle durate più brevi, sul BTP decennale si è manifestata una maggiore correlazione - inversa - alle dimensioni dell'offerta, anche se più sfumata rispetto agli anni precedenti. La media dei *bid-to-cover* del 2018 è stata pari a 1,42, poco distante dall'1,47 dell'anno precedente.

Riguardo ai rendimenti conseguiti in asta, il Grafico III.5 evidenzia, per i BTP fino a 10 anni, il netto innalzamento registrato a partire dalle aste regolate in giugno, con un balzo repentino particolarmente marcato per il titolo quinquennale (176 punti base a distanza di un mese), poi parzialmente rientrato, anche se, come per tutte le altre scadenze, il livello precedente non è stato più recuperato. Nell'anno, il rendimento medio all'emissione del BTP triennale è passato dallo 0,04% del periodo gennaio-metà maggio all'1,74% della rimanente parte dell'anno (media annua 0,82%); per il BTP a 5 anni i corrispondenti valori sono passati dallo 0,72% al 2,22% (media annua 1,51%); per il BTP settennale dall'1,39% al 2,65%, con una media annua dell'1,93%; per la scadenza decennale dall'1,92% al 3,04% (media annua 2,52%). I valori più elevati in assoluto si sono determinati nelle aste di metà ottobre per i titoli triennali e settennali e in quelle regolate a inizio novembre per i BTP a 5 e 10 anni, in corrispondenza del maggiore contrasto nella discussione con la Commissione Europea.

**GRAFICO III.5: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI BTP CON SCADENZA TRA 3 E 10 ANNI NEL 2018 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonte: MEF

Le proporzioni dei volumi emessi tra BTP a 15 e 20 anni si sono quasi rovesciate tra 2017 e 2018; nell'anno oggetto di questo rapporto sono stati infatti emessi 5.471 milioni di quindicennale e 13.464 milioni di ventennale, mentre l'anno precedente i valori erano stati rispettivamente pari a 10.434 e 5.400 milioni di euro.

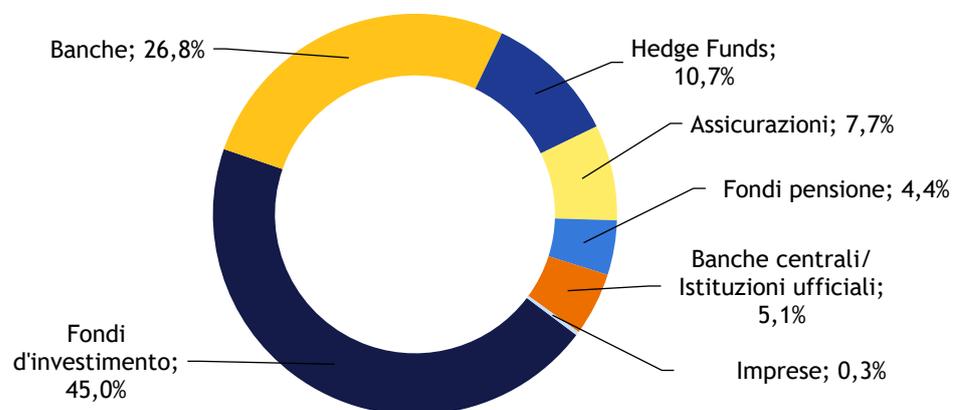
A ciò ha senza dubbio contribuito la circostanza che il titolo ventennale ha visto il lancio di un nuovo *benchmark* all'inizio dell'anno, mentre il BTP a 15 anni *on-the-run* è stato proposto solo con riaperture in asta del titolo inaugurato nel gennaio 2017.

In particolare, sulla scadenza quindicennale, il BTP 1° settembre 2033, lanciato a gennaio 2017, è stato riproposto in asta quattro volte nel 2018, a marzo, maggio,

luglio e ottobre, sempre nell'asta di metà mese. Gli importi offerti sono stati abbastanza omogenei e piuttosto contenuti, tant'è che il totale emesso nell'anno è stato pari 5.471 milioni; in due occasioni (marzo e ottobre) il titolo è stato offerto congiuntamente con un altro BTP lungo, indicando un unico importo da distribuire fra i due titoli. I rapporti di copertura sono stati più alti nella prima metà dell'anno - 1,62 e 1,68 - e un po' più contenuti nella seconda metà: 1,46 e 1,41. A fine anno il circolante di questo titolo ha raggiunto un circolante di poco superiore ai 15,9 miliardi di euro.

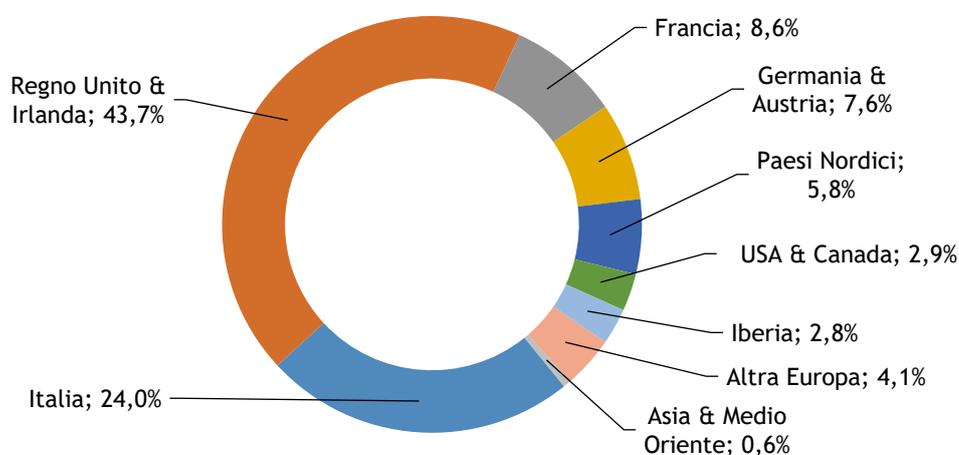
L'unico collocamento del 2018 avvenuto con la costituzione di un sindacato di banche (tutti Specialisti in titoli di Stato) è stato quello del nuovo BTP ventennale, con godimento 1° settembre 2017 e scadenza 1° settembre 2038, lanciato a gennaio e regolato il giorno 17 di tale mese. La domanda è risultata particolarmente ampia e di ottima qualità, con un libro di ordini di 31,6 miliardi e un ammontare finale dell'emissione di 9 miliardi. Il successo di questa operazione risalta chiaramente nei Grafici III.6 e III.7. La ripartizione per tipologia di investitori mostra una presenza significativa di investitori di lungo periodo (assicurazioni, fondi pensioni, banche centrali e istituzioni ufficiali, per un totale del 17,2%) ed una quota molto elevata di fondi d'investimento (45%). La distribuzione geografica evidenzia il gradimento degli investitori esteri, che hanno raggiunto il 76% del totale aggiudicato. In merito, la consueta prevalenza del Regno Unito è accompagnata da una variegata presenza di molti Paesi europei, mentre la componente nordamericana è risultata abbastanza modesta (2,9%) e inferiore alle quote osservate in anni recenti su emissioni similari.

**GRAFICO III.6: EMISSIONE SINDACATA DEL BTP 1° SETTEMBRE 2038: DISTRIBUZIONE PER TIPOLOGIA DI INVESTITORE**



Fonte: Sindacato di collocamento - I totali possono presentare differenze dovute agli arrotondamenti

GRAFICO III.7: EMISSIONE SINDACATA DEL BTP 1° SETTEMBRE 2038: DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA



Fonte: Sindacato di collocamento - I totali possono presentare differenze dovute agli arrotondamenti

Il nuovo *benchmark* a 20 anni è poi stato riproposto nelle aste di metà mese per tre volte, ad aprile, luglio e novembre, raggiungendo a fine anno un circolante di poco inferiore ai 13,5 miliardi di euro. Il *bid-to-cover* in asta ha registrato modeste oscillazioni, con una media di 1,39.

Sul segmento ultra-lungo, infine, sono stati collocati 6.670 milioni di trentennale *on-the-run* e 883 milioni di BTP a 50 anni. Il BTP 1° marzo 2048, inaugurato nel giugno 2017, è stato riaperto in asta quattro volte: febbraio, aprile, giugno e settembre. Da notare come nelle prime due occasioni, nonostante l'ampio volume collocato a gennaio sul titolo ventennale, anche la scadenza a 30 anni abbia beneficiato di un clima di domanda molto positivo, col rendimento in asta sceso nuovamente sotto il 3% a metà aprile (per la precisione 2,88%, valore inferiore ai rendimenti all'emissione dei BTP trentennali dalla fine del 2016). I rapporti di copertura hanno registrato oscillazioni trascurabili, con un minimo di 1,27 ad aprile ed un massimo di 1,33 a febbraio. A fine anno, il *benchmark* a 30 anni ha raggiunto un volume di quasi 14,9 miliardi di euro.

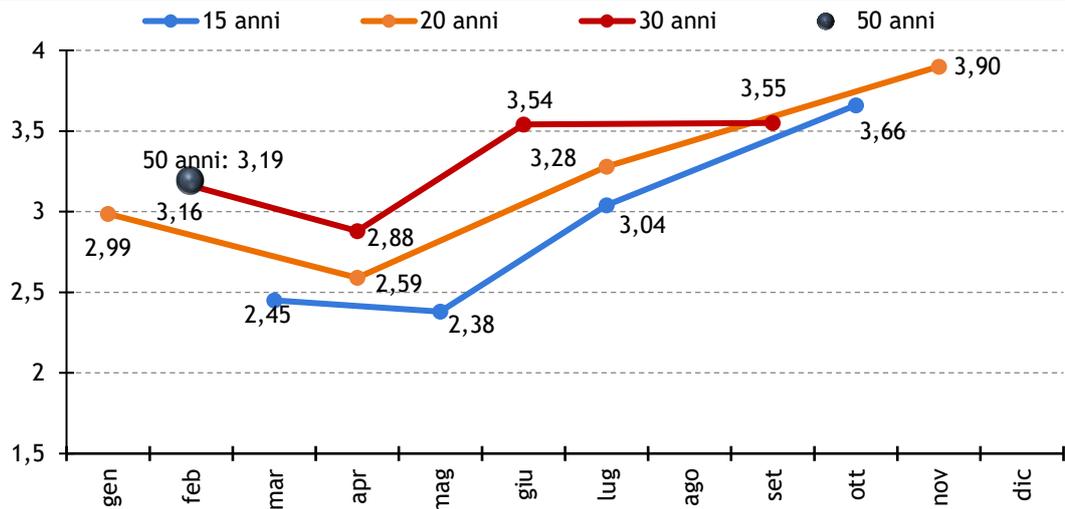
Il BTP a 50 anni, invece, è stato offerto solo una volta a fine gennaio, con una piccola *tranche* da 750 milioni, cui si sono aggiunti i circa 133 milioni del collocamento supplementare riservato agli Specialisti in titoli di Stato. Per questo titolo, da un lato, la domanda non è mai apparsa particolarmente vivace; dall'altro, il prezzo significativamente sotto la pari ne ha reso poco opportuna un'emissione più frequente, al fine di evitare un eccessivo sbilanciamento tra netto ricavo e generazione di debito corrispondente. A fine anno il circolante del titolo risultava superiore ai 6,6 miliardi di euro.

Come già accennato, il ricorso ad emissioni di BTP *off-the-run* è stato piuttosto limitato. Il primo caso si è avuto nell'asta regolata il 2 gennaio, dove un vecchio decennale con vita residua 9 anni ha affiancato l'emissione del decennale in corso di emissione, ormai giunto alla fine del proprio ciclo e caratterizzato da un circolante già cospicuo.

Nei rimanenti tre casi sono state offerte, congiuntamente ad altri titoli lunghi, ulteriori *tranche* di titoli originariamente a 30 anni, ma con vita residua ormai inferiore: 29 anni a marzo, 28 anni a giugno, 19 anni a ottobre.

Il Grafico III.8 evidenzia la buona performance dei rendimenti all'emissione nel segmento a lungo termine fino a metà maggio, e un significativo rialzo in seguito, però con una maggiore resilienza della scadenza trentennale.

**GRAFICO III.8: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI BTP A LUNGO TERMINE NEL 2018 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonte: MEF

#### FOCUS

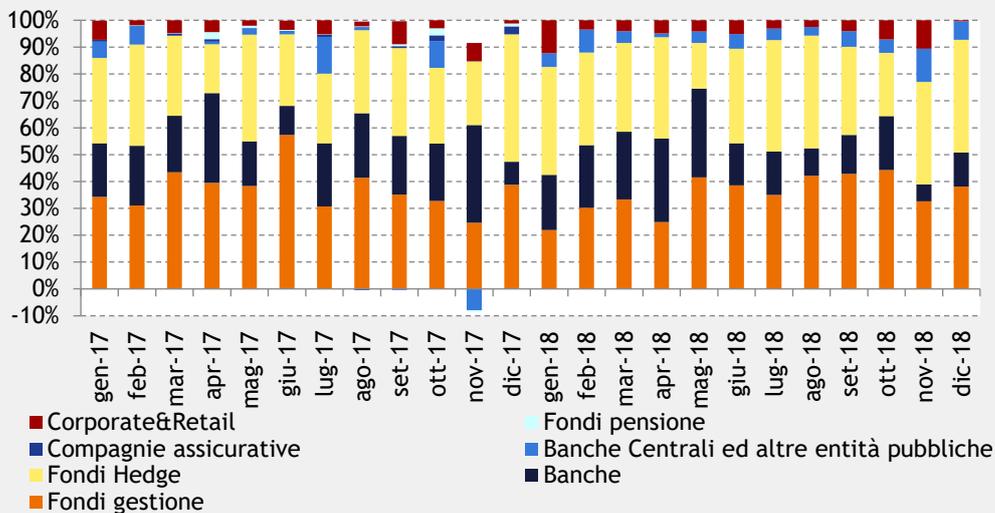
#### Caratteristiche della domanda in asta per i BTP nominali: analisi per classi di investitori ed aree geografiche

Tra i dati forniti dagli Specialisti in titoli di Stato nell'ambito delle comunicazioni secondo lo schema armonizzato adottato nell'ambito del Sottocomitato ESDM (*European Sovereign Debt Markets*), il Tesoro seleziona i flussi osservati dal giorno successivo all'annuncio di un'asta fino al giorno antecedente il regolamento dell'asta medesima. Questi dati risultano particolarmente significativi per i BTP nominali e rappresentano una buona *proxy* della domanda in asta da parte degli investitori finali.

Normalmente, nei giorni indicati questi flussi sono tutti in acquisto. Tuttavia, se il contesto di mercato risulta particolarmente contrastato, per alcune categorie di investitori o di aree geografiche può emergere una prevalenza di vendite, che appare nei grafici con un valore negativo. In tal caso, le evidenze rappresentate da queste comunicazioni degli Specialisti rappresentano un indicatore meno preciso della domanda in asta.

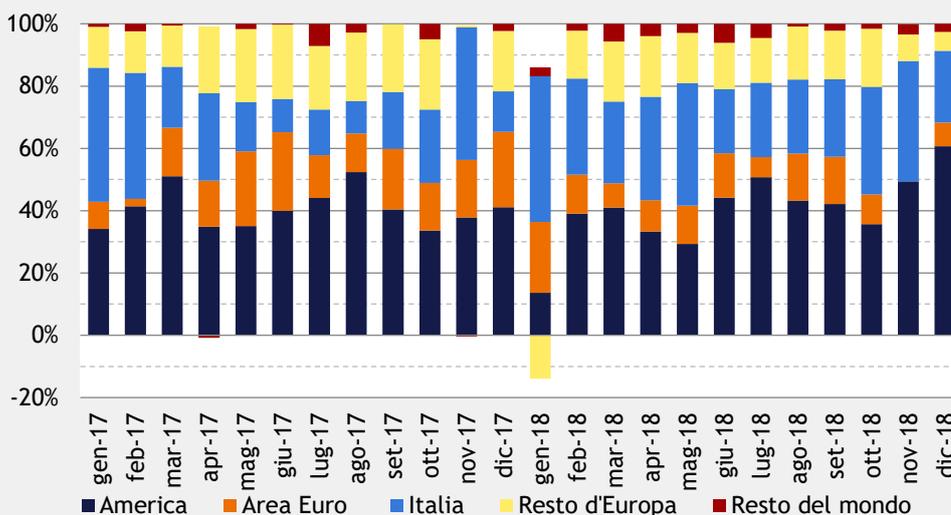
Relativamente alla ripartizione per tipologia di investitore, nella Figura 3 appare evidente che il fenomeno più significativo del 2018 è rappresentato da una riduzione molto sensibile della componente bancaria, presumibilmente per effetto della diminuzione da parte degli istituti di credito esteri che ha più che compensato l'incremento di quelli domestici. A sua volta, tale riduzione è stata in parte compensata dai fondi di investimento e, con una variabilità molto marcata, anche da fondi *hedge* e da istituzioni ufficiali o banche centrali. In proposito è opportuno ricordare che in quest'ultima categoria non rientrano gli acquisti operati dalle banche centrali dell'Eurosistema, che non sono ricompresi nelle segnalazioni degli Specialisti nell'ambito di questa reportistica armonizzata. Un altro fenomeno interessante è rappresentato dalla rinnovata presenza dei fondi pensione, mentre è stata tutto sommato trascurabile la partecipazione delle assicurazioni.

**FIGURA 3 : COMPOSIZIONE PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2017-2018**



La Figura 4, che evidenzia i flussi ripartiti per area geografica, mostra in media una generale crescita degli acquisti da parte di investitori italiani e una sostanziale stabilità degli investitori americani, che rappresentano una quota consistente della domanda. Al contrario, in larga parte dell'anno si è registrato un calo della domanda proveniente dall'area Euro e un ridimensionamento di quella delle altre regioni europee (fra le quali il Regno Unito rappresenta solitamente la componente più rilevante). Il resto del mondo rimane quantitativamente modesto, ma in chiaro recupero rispetto all'anno precedente.

**FIGURA 4 : COMPOSIZIONE PER AREA GEOGRAFICA DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2017-2018**



## BTP€i

Nell'anno in esame il volume complessivamente emesso di titoli indicizzati all'inflazione europea è risultato superiore a quello del 2017 (16.666 milioni contro 13.549), risultando però significativamente concentrato sulla parte più breve della curva. Infatti, la scadenza quinquennale ha assorbito quasi la metà delle emissioni complessive di questo comparto (7.782 milioni di euro) e gli importi collocati sulle altre scadenze sono stati inversamente proporzionali alla durata dei titoli.

L'unico nuovo *benchmark* aperto nel 2018 è stato il BTP€i 15 maggio 2023, lanciato direttamente in asta a fine marzo, dopo che nei due mesi precedenti erano state offerte *tranche* del titolo con scadenza maggio 2022. Quest'ultimo è stato peraltro riproposto come *off-the-run* anche a fine maggio, congiuntamente ad una *tranche* del decennale indicizzato in corso di emissione. Il nuovo titolo quinquennale è stato poi riproposto altre due volte nel corso del 2018, a giugno e a novembre.

I *bid to cover* delle aste in questo segmento di mercato sono stati abbastanza elevati, oscillando tra il minimo di 1,60, registrato nell'asta di importo più cospicuo - 2.500 milioni - in cui si è aperto il nuovo *benchmark*, e il massimo di 2,74 ottenuto a fine maggio con la riapertura dell'*off-the-run*. Si rileva comunque che, ad eccezione della citata asta di marzo, gli importi offerti sono risultati piuttosto contenuti e pari al massimo ad un miliardo di euro.

A fine anno il BTP€i maggio 2022 aveva un circolante di circa 10,4 miliardi, mentre il maggio 2023 superava di poco i 5,2 miliardi di euro.

L'altra scadenza del comparto indicizzato all'inflazione europea offerta con una buona frequenza nel corso del 2018 è stata quella decennale; infatti, il BTP€i 15 maggio 2028 è stato proposto in asta cinque volte, nei mesi di febbraio, aprile, maggio, luglio e ottobre, sempre per importi abbastanza contenuti e spesso congiuntamente ad un altro *linker* di diversa durata. Il rapporto di copertura medio è stato pari a 1,69 ed ha oscillato tra un minimo di 1,38 e un massimo di 2,23. A fine anno, il circolante di questo titolo aveva raggiunto i 12,5 miliardi di euro.

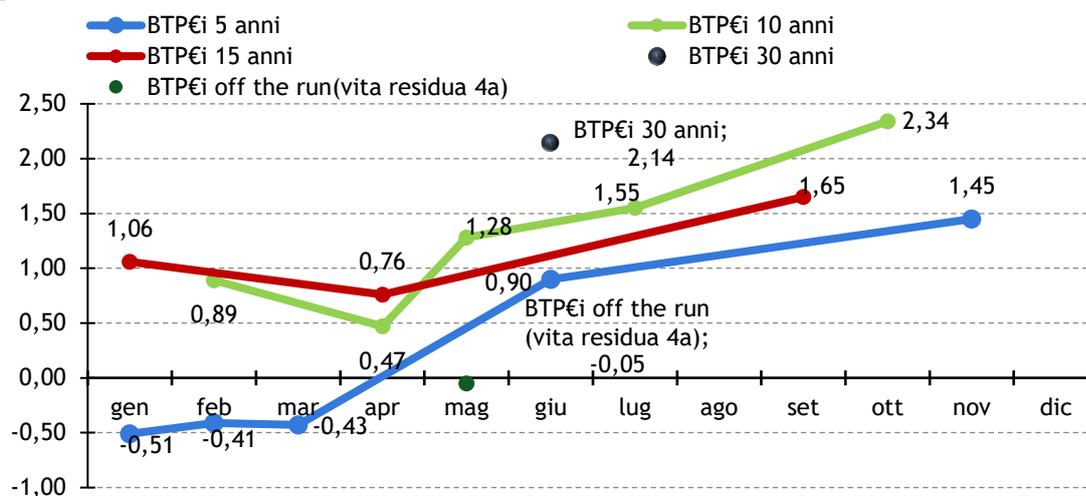
Il BTP€i quindicennale con scadenza 15 settembre 2032 è stato offerto tre volte: a gennaio e ad aprile congiuntamente a un altro titolo più corto dello stesso comparto, a settembre da solo. Il BTP€i 15 settembre 2041, invece, è stato proposto solo nel mese di giugno, unitamente al titolo quinquennale.

Presenti in asta sul comparto dei titoli indicizzati all'inflazione europea sono state in primo luogo le banche, seguite a breve distanza da fondi di investimento e *hedge fund*, mentre la ripartizione per area geografica ha evidenziato una partecipazione molto ampia da parte di investitori italiani, seguiti da quote pure notevoli di soggetti provenienti dall'Area Euro e dal Nord America.

I rendimenti reali dei titoli indicizzati all'inflazione europea hanno risentito del fenomeno di innalzamento in corso d'anno già osservato sui BTP nominali, ma in misura decisamente più marcata per i quinquennali rispetto alle scadenze più lunghe (v. Grafico III.9).

Riguardo alle aspettative di inflazione, queste sono risultate abbastanza stabili nei primi tre trimestri dell'anno, subendo poi una contrazione nell'ultimo trimestre, in parallelo con l'emergere delle prospettive di rallentamento dell'economia europea.

GRAFICO III.9: RENDIMENTI REALI ALL'EMISSIONE DEI BTP€i NEL 2018 (TASSI PERCENTUALI)



Fonte: MEF

### BTP Italia

Nel 2018 non venivano a maturazione BTP Italia, tuttavia le Linee Guida prefiguravano la possibilità di effettuare una o due emissioni nell'anno, tendenzialmente riproponendone la durata a 6 anni che aveva caratterizzato il 2017. Le condizioni di mercato hanno però indotto a modificare le scelte in merito alla scadenza nei nuovi titoli, al fine di raggiungere una platea più ampia di sottoscrittori.

Le emissioni realizzate sono state due, la prima in maggio e la seconda in novembre, connotate da caratteristiche finanziarie significativamente diverse, in funzione del contesto quanto mai difforme che ha contraddistinto i rispettivi periodi di ricorso al mercato.

Al momento dell'avvio della prima emissione, realizzatasi come di consueto sul MOT, i tassi reali dei titoli indicizzati all'inflazione risultavano particolarmente bassi, al punto che la cedola reale che il Tesoro avrebbe potuto offrire conservando la prevista scadenza a 6 anni sarebbe stata così bassa da rendere il titolo scarsamente attrattivo per l'investitore *retail*, primo destinatario di questo strumento. Si è così optato per ripristinare la durata più lunga di 8 anni in modo tale che il tasso reale minimo garantito, fissato il venerdì prima della settimana di collocamento (l'11 maggio) allo 0,55%, potesse risultare gradito al risparmiatore privato. Tale tasso nominale è poi stato confermato il 17 maggio, alla chiusura dell'operazione di collocamento, dato che le condizioni di mercato erano rimaste stabili.

Questa prima emissione ha riscosso un buon successo, raccogliendo ordini per circa 4.057 milioni nelle prime tre giornate riservate agli investitori *retail*, con una partenza piuttosto sostenuta il primo giorno (2.306 milioni), una buona quota anche nel secondo giorno (1.417 milioni) e una domanda residuale di 333,5 milioni il terzo giorno. Anche la seconda fase, riservata agli investitori istituzionali, ha ricevuto un'accoglienza soddisfacente, con una domanda (interamente soddisfatta) di oltre

3.652 milioni, espressa nell'arco di due ore nella mattina del 17 maggio. L'importo totale dell'emissione ha quindi raggiunto un valore di circa 7.709 milioni di euro.

Il BTP Italia 21 maggio 2018/2026 ha conservato il premio di fedeltà dello 0,40% riservato agli investitori individuali (e assimilati) che, avendolo sottoscritto all'emissione, lo deterranno fino a scadenza.

Completamente diverso è stato l'andamento della seconda emissione di questa tipologia di titolo, annunciata al mercato il giorno 26 ottobre e sviluppatasi tra il 19 e il 22 novembre 2018.

Innanzitutto, la scadenza della nuova emissione è stata ridotta a 4 anni, perché il clima di incertezza determinatosi in concomitanza con l'accesso confronto sulla legge di bilancio tra l'Italia e l'Unione Europea aveva determinato una generale propensione del mercato a privilegiare titoli più brevi. Inoltre, essendo sempre il risparmiatore italiano il primo destinatario del BTP Italia, tale durata corrispondeva meglio alle sue preferenze, tanto più che l'innalzamento generale dei rendimenti di mercato aveva portato a fissare, il giorno lavorativo precedente l'avvio del collocamento, all'1,45% il tasso reale minimo garantito. Anche il premio fedeltà per i risparmiatori privati, lasciato invariato allo 0,40%, avrebbe dovuto risultare particolarmente attraente.

Nonostante tutti questi accorgimenti, l'emissione non ha riscosso il gradimento auspicato: nei tre giorni della prima fase dell'operazione, riservata agli investitori *retail*, gli ordini complessivi sono arrivati a 863 milioni circa, mentre nell'ultimo giorno, dedicato agli istituzionali, si sono raccolti circa 1.301 milioni di euro, che hanno portato il totale aggiudicato a 2.164 milioni. Evidentemente, il clima di mercato particolarmente teso ha prevalso su valutazioni più oggettive di convenienza dell'investimento. D'altra parte, una componente molto rilevante della domanda *retail* è gestita attraverso il "private banking", le cui scelte di investimento tendono a seguire logiche non dissimili da investitori istituzionali di medio/lungo periodo, che in quella fase e in diversi modi stavano seguendo strategie estremamente prudenziali sul debito italiano nel suo complesso.

## **CCTeu**

Anche nel comparto a tasso variabile il 2018 è stato caratterizzato da un andamento analogo a quello osservato per le altre tipologie di titoli: un mercato tutto sommato regolare e ricettivo fino ad inizio maggio e successivamente più volatile e nervoso, influenzato dai già citati fattori di incertezza.

Fino all'asta di fine marzo (regolata il 3 aprile) è stato ancora riproposto il CCTeu con scadenza 15 aprile 2025 e *spread* sull'EURIBOR dello 0,95%, che ha chiuso il suo ciclo di emissioni con un circolante di 15.136 milioni di euro.

Un mese dopo è stato lanciato il nuovo titolo del comparto, il CCTeu 15/03/2018-15/09/2025, caratterizzato da una scadenza un po' più breve (poco più di 6 anni), scelta per andare incontro alle preferenze degli investitori di questo strumento. Lo *spread*, in linea con i livelli di mercato alla vigilia della prima emissione, è stato fissato allo 0,55% sull'EURIBOR a 6 mesi. Questo stesso titolo è stato poi riaperto mensilmente nel corso dell'anno, anche se in due occasioni (a fine agosto e fine novembre) è stato affiancato da un CCTeu *off-the-run*, offerto nella medesima asta con l'indicazione di un *range* congiunto di importi minimo e

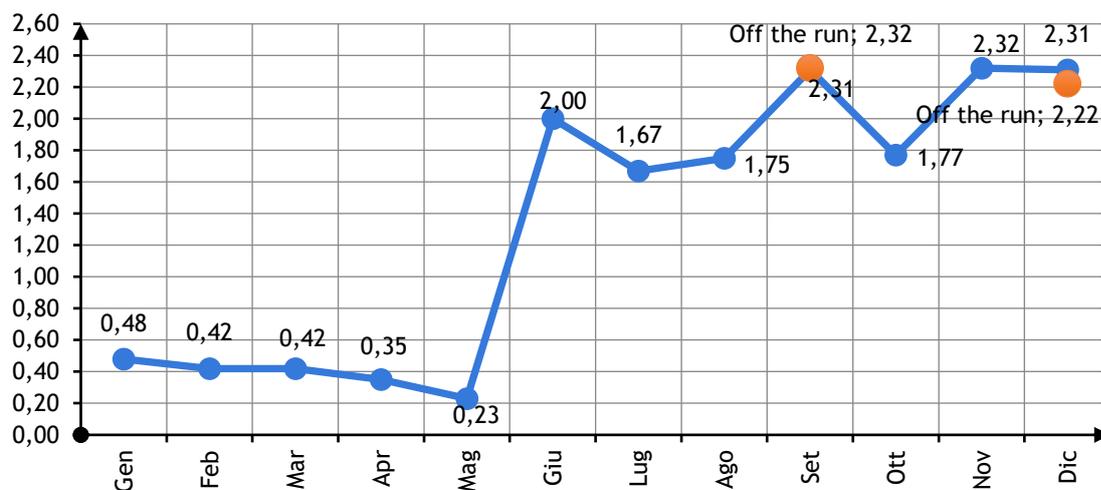
massimo sottoscrivibile. L'*off-the-run* è stato, in entrambi i casi, il titolo con scadenza 15 ottobre 2024.

L'analisi del *bid to cover ratio* dei CCTeu richiede una valutazione distinta tra due diverse fattispecie. Infatti, laddove vi è stata l'offerta congiunta di *on-the-run* e *off-the-run*, essendo l'importo complessivo dell'asta comunque contenuto, per il titolo in corso di emissione si sono registrati rapporti di copertura piuttosto elevati: 1,96 ad agosto e 2,77 a novembre. In tutti gli altri casi, i valori hanno oscillato a livelli più usuali, tra il minimo di 1,30 dell'asta di fine giugno e il massimo di 1,82 rilevato sull'*off-the-run* a fine novembre.

Riguardo alle dimensioni delle aste, gli importi offerti sono stati gradualmente ridotti, in quanto le tensioni verificatesi sul mercato secondario a partire da fine maggio sono risultate particolarmente acute nel comparto CCTeu (v. Capitolo II), riducendo la domanda per questo strumento. Il titolo aperto a fine aprile (con regolamento 2 maggio) aveva comunque raggiunto a fine anno un circolante di quasi 14 miliardi di euro.

Con riguardo ai rendimenti in asta, occorre rilevare che la prima *tranche* del nuovo CCTeu con scadenza settembre 2025 è stata collocata al minimo storico di sempre: solo lo 0,23%. Il Grafico III.10 mostra come la situazione si sia tuttavia gravemente deteriorata in seguito e senza più recuperare i livelli precedenti, anche per questa categoria di titoli.

**GRAFICO III.10: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI CCTeu NEL 2018 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonte: MEF

### Operazioni straordinarie

Il mercato dei titoli di Stato ha attraversato nel corso dell'anno diverse fasi di complessità, che hanno reso opportuno intraprendere numerose iniziative di gestione attiva del debito attraverso concambi e riacquisti di titoli sul mercato, talora ricorrendo anche ad innovazioni operative.

## Concambi

Le operazioni di concambio dell'anno sono state quattro, ma solo per una di queste si è fatto ricorso alla modalità da tempo più consueta, con la quale si scambia su piattaforma telematica un titolo in emissione a fronte del riacquisto di cinque titoli in circolazione con scadenza ravvicinata (2018 e 2019). Dalla Tabella III.3 appare rimarchevole che anche titoli con vita residua molto ridotta e cedola molto bassa (o nulla, come nel caso dei due CTZ) fossero prezzati sopra la pari nella prima parte dell'anno. Infatti, ad aprile 2018, i rendimenti fino a 2 anni erano ancora significativamente negativi.

**TABELLA III.3: CONCAMBIO TELEMATICO DEL 18/04/2018 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	18/04/2018			
Data di regolamento	20/04/2018			
Titolo in emissione	BTP 03/10/2016- 01/11/2021			
Importo assegnato	2.000			
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	100,717			
Dietimi (gg.)	170			
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/02/08 - 01/08/18	4,50%	101,417	268,135
CTZ	29/11/16 - 28/12/18	--	100,299	456,883
BTP	15/04/16 - 15/04/19	0,10%	100,495	415,919
CTZ	30/05/17 - 30/05/19	--	100,409	537,165
BTP	15/10/16 - 15/10/19	0,05%	100,592	324,904
<b>Totale riacquistato</b>				<b>2.003</b>

Fonte: MEF

Per la seconda operazione dell'anno, svoltasi a inizio ottobre, si è invece optato per un'asta marginale sul sistema di Banca d'Italia, essendo il mercato secondario un po' troppo volatile per garantire al Tesoro un'esecuzione efficiente in termini di prezzi (v. Tab. III.4).

**TABELLA III.4: CONCAMBIO CON ASTA MARGINALE DEL 3/10/2018 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	03/10/2018			
Data di regolamento	05/10/2018			
Titolo in emissione	BTP 01/02/2002 - 01/02/2033			
Importo assegnato	2.130,5			
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	112,41			
Dietimi (gg.)	34			
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/02/03 - 01/02/19	4,25%	101,350	559,552
BTP	15/10/17 - 15/10/20	0,20%	97,400	375,080
BTP	01/11/15 - 01/11/20	0,65%	98,250	546,315
BTP	16/10/13 - 01/05/21	3,75%	104,470	886,086
<b>Totale riacquistato</b>				<b>2.367,033</b>

Fonte: MEF

Gli altri due concambi, invece, sono stati realizzati attraverso la costituzione di un sindacato di banche selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato. In un caso si è trattato di un'operazione analoga a quella condotta nell'anno precedente, in cui si era ritirata parte del BTP Italia in scadenza nel novembre 2017, offrendo *tranche* di cinque titoli maggiormente graditi al mercato. In questo caso il BTP Italia oggetto di riacquisto è stato quello che matura il 23 aprile 2020, il cui circolante superava i 20,5 miliardi di euro, a fronte del quale sono state emesse *tranche* di cinque BTP.

**TABELLA III.5: CONCAMBIO SINDACATO DEL 18/10/2018 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'operazione	18/10/2018			
Data di regolamento	25/10/2018			
Titolo riacquistato	BTP Italia 23/04/2014 - 23/04/2020			
Nominale riacquistato	3.800			
Prezzo di riacquisto	101,74			
Titoli emessi	Data emissione - scadenza	Cedola	Prezzo di collocamento	Importo assegnato
BTP	01/09/15 - 01/12/25	2,00%	91,871	984,500
BTP	01/09/10 - 01/03/26	4,50%	107,281	1.266,500
BTP	01/02/18 - 01/02/28	2,00%	88,836	466,000
BTP	01/11/98 - 01/11/29	5,25%	114,158	700,500
BTP	01/09/14 - 01/09/46	3,25%	88,592	384,000
<b>Totale emesso</b>				<b>3.801,500</b>

Fonte: MEF

Nell'ultimo concambio dell'anno, tenutosi a dicembre, si è scelto di ricorrere nuovamente ad un'operazione sindacata, nella quale sono stati riacquistati titoli maggiormente in tensione sul mercato secondario ed offrendo, invece, un titolo in quel momento più attraente per gli investitori, che stavano equilibrando i loro portafogli in vista della chiusura dell'anno. Differentemente dal solito, questa operazione è risultata sostanzialmente neutrale in termini di vita residua del debito (v. Tabella III.6), ma si è resa opportuna per sostenere il buon funzionamento del mercato secondario.

**TABELLA III.6: CONCAMBIO SINDACATO DEL 6/12/2018 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'operazione	06/12/2018			
Data di regolamento	13/12/2018			
Titolo in emissione	BTP 15/10/2018 - 15/10/2021			
Importo assegnato	3.200			
Prezzo medio ponderato di aggiudicazione	102,151			
Dietimi (gg.)	59			
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola/ spread*	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/03/10 - 01/09/20	4,00%	105,805	175,000
BTP	16/10/13 - 01/05/21	3,75%	106,305	928,920
CCTeu	15/06/14 - 15/12/20	1,00%	99,810	644,349
CCTeu	15/12/14 - 15/06/22	0,55%	96,720	670,504
CCTeu	15/06/15 - 15/12/22	0,70%	96,475	781,227
<b>Totale riacquistato</b>				<b>3.200</b>

\* Per i CCTeu, spread su EURIBOR 6 mesi

Fonte: MEF

### Operazioni di riacquisto sul mercato

Anche l'attività di *buy-back* è stata piuttosto intensa nel corso del 2018, ed ha mirato a contemperare l'obiettivo di riduzione del debito con quello di dare sostegno all'efficienza del mercato secondario. A questi fini si sono utilizzate sia le eccedenze di liquidità presenti sul Conto disponibilità del Tesoro sia le risorse affluite nel Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

La prima operazione dell'anno si è tenuta già nel mese di gennaio ed è consistita nel riacquisto di un titolo da 300 milioni di euro, con scadenza nel marzo 2026, emesso nel 2006 nell'ambito del programma EMTN. Il Tesoro ha ritenuto conveniente accettare di ricomprarlo, dato anche l'ampio margine nella liquidità disponibile. Il titolo, infatti, prezzava sotto la pari ed essendo a tasso variabile non contribuiva all'allungamento della *duration*, nonostante una vita residua ancora abbastanza lunga.

L'attività di riacquisto si è in seguito notevolmente intensificata a partire dal 31 maggio. Fino a settembre, ben quattro operazioni sono state condotte sfruttando l'abbondante liquidità presente nel Conto Disponibilità (v. Tabella III.7). Nelle prime tre operazioni si è trattato di transazioni bilaterali con Specialisti in titoli di Stato, mentre a settembre si è tenuta un'asta competitiva in Banca d'Italia. Quest'ultima è risultata l'operazione di importo più cospicuo (2.750 milioni), in cui oggetto dell'acquisto sono stati tre CCTeu con scadenza nel 2020 e 2022 e il BTP€i che matura nel settembre 2019. L'operazione che ha coinvolto il maggior numero di titoli è stata quella di inizio agosto, con la quale sono stati ricomprati 950 milioni complessivi, ripartiti fra quattro CCTeu in scadenza tra il 2019 e il 2022 e tre BTP, questi ultimi tutti in scadenza nel 2020.

**TABELLA III.7: RIEPILOGO DEI RIACQUISTI A VALERE SUL CONTO DISPONIBILITÀ (IMPORTI NOMINALI, IN MILIONI DI EURO)**

Data operazione	Data regolamento	Titoli acquistati		Ammontare acquistato	Tipologia operazione
		Tipologia	Anno di scadenza		
21/01/2018	23/01/2018	EMTN	2026	300	Operazione bilaterale
31/05/2018	04/06/2018	BTP	2019-2020	500	Operazione bilaterale
26/06/2018	26/06/2018	BTP e CCTeu	2019-2020	700	Operazione bilaterale
07/08/2018	07/08/2018	BTP e CCTeu	2019-2020-2022	950	Operazione bilaterale
11/09/2018	11/09/2018	BTP€i e CCTeu	2019-2020-2022	2.750	Asta competitiva in Banca d'Italia
<b>Totale</b>				<b>5.200</b>	

Fonte: MEF

Infine, anche le risorse affluite in corso d'anno nel Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato sono state interamente impiegate nel riacquisto di titoli sul mercato. Ciò è avvenuto nel mese di dicembre, in due distinte operazioni bilaterali con Specialisti in titoli di Stato: la prima ha avuto per oggetto il BTP 1° agosto 2022 e due CCTeu con scadenza nel luglio 2023 e febbraio 2024; la seconda, invece è stata concentrata solo su questi ultimi due titoli (Tabella III.8).

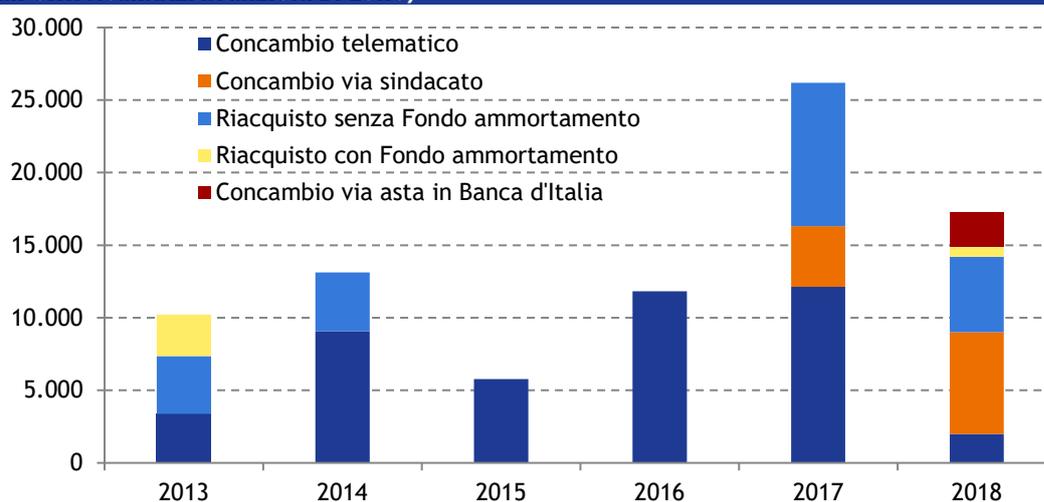
**TABELLA III.8: RIACQUISTI EFFETTUATI A VALERE SUL FONDO AMMORTAMENTO (IMPORTI NOMINALI, IN MILIONI DI EURO)**

Data operazione	Data regolamento	Titoli acquistati		Ammontare acquistato	Tipologia operazione
		Tipologia	Anno di scadenza		
13/12/2018	17/12/2018	BTP e CCTeu	2022-2023-2024	350	Operazione bilaterale
17/12/2018	19/12/2018	CCTeu	2023-2024	350	Operazione bilaterale
<b>Totale</b>				<b>700</b>	

Fonte: MEF

Complessivamente, quindi, la gestione attiva tramite *buy-back* del 2018 ha portato ad una riduzione di debito per 5.900 milioni di euro. Rispetto agli anni precedenti, i CCTeu hanno rappresentato una parte molto più importante dei riacquisti. Ciò è dovuto non solo a condizioni di prezzo di norma più favorevoli al Tesoro, ma anche al severo impatto che il generale clima di incertezza ha avuto su questo comparto, generando una volatilità inusuale per dei titoli a tasso variabile. Queste operazioni hanno contribuito ad attenuare tale criticità.

**GRAFICO III.11: AMMONTARE RIACQUISTATO NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE - ANNI 2013-2018 (IMPORTI NOMINALI IN MILIONI DI EURO)**



Fonte: MEF

### III.3 LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO DI DERIVATI

#### L'attivazione dei contratti di collateralizzazione

Il 2018 è stato caratterizzato dall'attuazione del progetto volto a introdurre i contratti di garanzia (cosiddetti *Credit Support Annex - CSA*) sulle operazioni in derivati. I contratti di garanzia introdotti si configurano come allegati al contratto quadro *ISDA Master Agreement* (d'ora in poi *ISDA MA*) in essere con le singole controparti e sono caratterizzati dal fatto di costituire l'attuale *standard* di mercato.

A cura della Direzione del Debito Pubblico è stato redatto un modello disciplinato dalla legge italiana, in coerenza con il diritto che già regola ogni *ISDA*

MA della Repubblica Italiana e tutte le sue *confirmation*. Nell'impostazione dei contratti da stipulare, le scelte della Direzione sono state guidate da un lato dai vincoli di finanza pubblica, come previsto all'art. 6, comma 3 del "Decreto Garanzie"<sup>8</sup>, e dall'altro dalle proprie esigenze organizzative, che hanno portato alla predisposizione di un CSA personalizzato. Ai sensi dell'art. 5 del Decreto stesso, è previsto che la garanzia sia costituita da contanti in euro.

Le specificità contrattuali definite nel CSA riguardano la frequenza della marginazione, l'importo minimo e l'arrotondamento del margine.

Le risorse necessarie a versare le garanzie sono state stanziare su un apposito capitolo di spesa, denominato "*Oneri derivanti dalle operazioni su garanzie da esposizione su derivati*", istituito con la legge di bilancio per il 2019 e da questo trasferite ad una Contabilità Speciale, appositamente istituita.

## FOCUS

### I contratti di garanzia bilaterale (Credit Support Annex - CSA)

La collateralizzazione del portafoglio in strumenti derivati della Repubblica Italiana è stata introdotta dal Decreto Ministeriale n. 103382 del 20 dicembre 2017 (c.d. "Decreto garanzie") con un duplice obiettivo.

Un primo obiettivo è uniformarsi allo *standard* del mercato degli strumenti derivati. Per tutti gli strumenti finanziari, infatti, il valore di mercato dell'operazione (o *Mark to Market*, si veda più avanti il par. "*Evoluzione del valore di mercato dello stock dei titoli di Stato e del portafoglio derivati*") può mutare significativamente di dimensione e di segno nel corso del tempo in relazione agli andamenti di mercato. Per le obbligazioni e i titoli di Stato questi mutamenti si riflettono tra l'altro sul rischio di credito sopportato dal detentore del titolo e quindi nel relativo trattamento contabile e negli accantonamenti patrimoniali. L'emittente invece, per definizione, non si espone ad alcun rischio di credito. Per i derivati (ad esempio, di tasso d'interesse), le variazioni di valore dell'operazione generano invece un'esposizione creditizia potenziale che sarà a carico del soggetto (Stato o controparte di un derivato) per il quale lo strumento ha, in un dato momento, un valore positivo. Quindi ciascuna delle due parti può alternativamente divenire, nel corso del tempo, creditore/debitore potenziale di una somma che può mutare significativamente di segno o grandezza, ma diviene concreta solo in caso di fallimento di una delle due controparti o di chiusura dell'operazione prima della scadenza naturale (alla data di scadenza il valore di mercato è, per definizione, zero).

Ciò premesso, mentre il mercato interbancario dei derivati è da sempre un mercato collateralizzato, per i sovrani il ricorso all'utilizzo di schemi di garanzie a fronte dell'esposizione creditizia connessa a contratti derivati è venuto in esame in epoca relativamente recente. La crisi del 2008 ha fatto emergere i rischi connessi ad esposizioni non garantite dei sovrani verso il settore bancario, mentre il successivo e conseguente inasprimento dei vincoli regolamentari posti alle banche ha reso progressivamente per queste ultime sempre più costoso, ed oltre certi limiti insostenibile, il mantenimento di larghe esposizioni prive di garanzia verso gli Stati, a meno di interventi di patrimonializzazione. Anche per gli Stati sovrani, quindi, il ricorso allo *standard* di mercato dei meccanismi di garanzia è divenuto sempre più parte dell'operatività corrente.

<sup>8</sup> DM n. 103382 del 20/12/2017

Un secondo obiettivo perseguito è collegato ai vincoli regolamentari a cui sono sottoposte le banche: dati questi obblighi, la realizzazione di un sistema di *collateral* restituisce alla Repubblica Italiana la possibilità di porre in essere a costi sostenibili nuove coperture, ad esempio dal rischio di cambio in caso di emissione di titoli denominati in valuta estera. È infine da segnalare che, indirettamente, la presenza di un *collateral* - liberando le risorse che la regolamentazione bancaria impone di allocare su tale esposizione - consente altresì alla Repubblica di rafforzare il sostegno di tali controparti al debito pubblico italiano, sia sul mercato primario sia su quello secondario

I CSA posti in essere possono distinguersi tra quelli connessi con operazioni derivate pregresse e quelli relativi a nuove operazioni. In una prima fase ci si è concentrati sugli strumenti derivati già in essere con alcune controparti, i quali danno luogo ad un'esposizione creditizia molto rilevante di questi soggetti nei confronti della Repubblica Italiana e superiore ad una soglia fissata in quattro miliardi di euro (come da combinato disposto del art. 6, comma 1, lettera b) del "Decreto Garanzie"<sup>9</sup> e dell'art.4, comma 4 del "Decreto Cornice" per il 2018). Le controparti che, alla data del 31 dicembre 2017, erano in possesso dei requisiti per firmare un contratto di garanzia su posizioni in derivati già in essere nel portafoglio della Repubblica Italiana erano in numero esiguo.

Si è, quindi, definita una struttura di *collateral* finalizzata al contenimento degli importi in uscita per la Repubblica Italiana. Pertanto, ciascun contratto non prevede la piena collateralizzazione sin dalla stipula dell'accordo, in quanto i flussi annuali di garanzia da versare alla controparte sono stati definiti all'interno di un corridoio stretto, che tende ad ampliarsi lentamente con il trascorrere del tempo. Le stime indicano che, per un numero considerevole di anni, il Tesoro dovrà pagare importi di entità limitata e pressoché costanti, che progressivamente tenderanno a creare una copertura dell'intera esposizione creditizia della controparte nei confronti del Tesoro. Pertanto, non solo gli impegni di spesa sono molto limitati rispetto all'esposizione complessiva dei singoli portafogli, ma anche predefiniti per un periodo di tempo non trascurabile, sin dalla stipula del contratto stesso. Solo in caso di incrementi sostanziali della curva *swap* dei tassi d'interesse, con conseguente riduzione del *mark-to-market* complessivo del portafoglio collateralizzato, il margine da versare sarà inferiore di quanto preventivato, con conseguente riduzione dei flussi in uscita per l'attività di marginazione. La definizione dell'arco temporale in cui è presente un corridoio è scaturita dalla necessità di mediare tra la sostenibilità della garanzia dal punto di vista delle finanze pubbliche, che rende indispensabile una loro limitazione, almeno nei primi anni, e l'esigenza di fornire alle controparti una garanzia all'esposizione complessiva nei confronti della Repubblica entro un numero di anni ragionevole.

La fase preparatoria alla stipula dell'accordo di garanzia ha richiesto tempi non brevi, necessari per lo svolgimento sia dell'analisi legale sia di quella più squisitamente finanziaria, quest'ultima volta a definire con ogni controparte l'entità congrua del beneficio da versare al Tesoro, come previsto ai sensi dell'art. 6, comma 2 del Decreto Garanzie. Pertanto solo alla fine del secondo semestre sono

---

<sup>9</sup> DM n. 104477 del 28/12/2017

stati resi operativi tutti i CSA su operazioni pregresse con le banche che ne avevano i requisiti.

La seconda fase, invece, ha riguardato la conclusione di contratti CSA con tutti gli Specialisti in Titoli di Stato, con riferimento a eventuali nuove operazioni, e tale fase è stata oggetto delle attività realizzate nel secondo semestre del 2018<sup>10</sup>. Tali contratti hanno come oggetto esclusivamente le operazioni in derivati eseguite successivamente alla firma dell'accordo stesso. Sono stati stipulati ai sensi dell'art. 6 comma 1 lett. a) del "Decreto Garanzie" e nel medesimo formato con ogni singola controparte, per esigenze di uniformità in un'ottica di equo trattamento.

Questi ultimi accordi di collateralizzazione avranno per oggetto, *in primis*, i contratti derivati finalizzati alla copertura di eventuali nuove emissioni in valuta estera. In tal modo, si può tornare a considerare la possibilità di emettere titoli in valute diverse da quella domestica, inclusi i "Global bond" in dollari statunitensi, al fine di diversificare e ampliare la base degli investitori istituzionali.

### **L'attività di gestione**

Con riferimento all'attività di gestione delle passività mediante derivati, nel corso del 2018, il Tesoro ha continuato la sua strategia orientata alla ristrutturazione di posizioni esistenti, al fine di ottenere benefici dal punto di vista finanziario e/o di debito.

In particolare, il Tesoro è intervenuto su una *receiver swaption* con scadenza nel secondo trimestre del 2018. L'esercizio dell'opzione era praticamente certo, essendo il livello del tasso *swap* in euro sulla specifica scadenza di gran lunga inferiore al 4,50% previsto sulla gamba a pagare dello *swap* generato dall'opzione (*strike* dell'opzione). La *swaption* avrebbe in tal caso generato uno *swap* a 7 anni, i cui flussi di pagamento fissi sarebbero stati calcolati semestralmente su un nozionale di 3,5 miliardi di euro, ricevendo in cambio sul medesimo nozionale flussi variabili indicizzati all'EURIBOR a 6 mesi.

La ristrutturazione ha consentito la trasformazione della *swaption* (attraverso il suo riacquisto) in un *interest rate swap* con la stessa controparte e con medesimo nozionale, con decorrenza nel secondo trimestre del 2018, e data di scadenza allungata di 1 anno, in cui ogni sei mesi il Tesoro paga un tasso fisso pari a 4,45% (5 punti base più basso di quello originario) e riceve un flusso d'interesse indicizzato all'EURIBOR 6 mesi.

La ristrutturazione ha consentito al Tesoro di perseguire uno degli obiettivi principali dell'utilizzo dei derivati, ossia di beneficiare di un allungamento, seppur limitato, della *duration* del debito complessivo (post derivati), attraverso l'incremento di un anno della scadenza dello *swap*. Come ulteriore vantaggio, il Tesoro ha ottenuto un tasso a pagare marginalmente più contenuto, da 4,5% a 4,45% e, di conseguenza, una riduzione in termini di flussi a pagare per la spesa interessi. Inoltre, tra i benefici per il 2018, si è registrata una riduzione della spesa interessi dell'anno di circa 83 milioni, dovuta al posponimento della data di inizio dello *swap*.

<sup>10</sup> Completate in via residuale nella prima parte del 2019.

### III.4 I RISULTATI DELLA GESTIONE IN RELAZIONE AGLI OBIETTIVI

#### La composizione finale delle emissioni lorde dell'anno

Come si è già osservato, il 2018 è stato caratterizzato da un contesto di incertezza e volatilità non prevedibile *ex ante*, soprattutto in termini di ampiezza e persistenza degli effetti prodotti dai numerosi fattori che hanno influito sulle percezioni degli operatori finanziari. Il totale delle emissioni lorde al netto dei concambi è risultato, comunque, sensibilmente inferiore a quello dell'anno precedente (23,8 miliardi in meno).

Nella composizione delle emissioni lorde, ciò ha determinato alcuni scostamenti tra quanto inizialmente programmato e quanto effettivamente reso possibile dall'evoluzione della domanda e dagli andamenti dei tassi di mercato. La Tabella III.9 riporta la composizione delle emissioni degli ultimi tre anni in valore assoluto e percentuale, esclusi i concambi.

**TABELLA III.9: COMPOSIZIONE DELLE EMISSIONI 2016-2018 IN VALORE ASSOLUTO E PERCENTUALE ESCLUSI I CONCAMBI\***

	Emissioni 2016	% sul totale	Emissioni 2017	% sul totale	Emissioni 2018	% sul totale
BOT mini	0	0,00%	0	0,00%	0	0%
BOT 3 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0%
BOT 6 mesi	76.669	19,19%	75.000	18,13%	75.303	19,32%
BOT 12 mesi	76.025	19,03%	76.601	18,52%	76.350	19,58%
Commercial Paper	0	0,00%	0	0,00%	0	0%
<b>Totale breve termine</b>	<b>152.694</b>	<b>38,23%</b>	<b>151.601</b>	<b>37,95%</b>	<b>151.653</b>	<b>38,90%</b>
CTZ	18.991	4,75%	28.660	6,93%	29.169	7,48%
CCTeu	28.854	7,22%	31.023	7,50%	23.863	6,12%
BTP 3 anni	25.215	6,31%	35.148	8,50%	31.500	8,08%
BTP 5 anni	33.747	8,45%	36.404	8,80%	31.675	8,12%
BTP 7 anni	31.328	7,84%	29.762	7,19%	30.717	7,88%
BTP 10 anni	38.977	9,76%	37.902	9,16%	36.145	9,27%
BTP 15 anni	11.410	2,76%	11.634	2,81%	5.471	1,40%
BTP 20 anni	10.105	2,53%	7.513	1,82%	14.134	3,63%
BTP 30 anni	14.436	3,61%	14.041	3,39%	8.098	2,08%
BTP 50 anni	5.000	1,25%	750	0,18%	883	0,23%
BTP€i 5 anni	4.942	1,24%	2.895	0,70%	7.782	2,00%
BTP€i 10 anni	4.082	1,02%	7.856	1,90%	5.645	1,45%
BTP€i 15 anni	2.691	0,67%	2.326	0,56%	2.745	0,70%
BTP€i 30 anni	707	0,18%	472	0,11%	494	0,13%
BTP Italia	13.234	3,31%	15.697	3,79%	9.873	2,53%
Eestero	3.036	0,76%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Totale medio-lungo termine</b>	<b>246.756</b>	<b>61,77%</b>	<b>262.084</b>	<b>63,35%</b>	<b>238.192</b>	<b>61,10%</b>
<b>TOTALE</b>	<b>399.449</b>		<b>413.684</b>		<b>389.845</b>	

\* I titoli *off-the-run* sono stati inseriti nella categoria di vita residua più prossima – Fonte: MEF

Emerge in primo luogo, nel 2018, una leggera risalita in termini relativi, della componente a più breve termine. Per quanto riguarda i BOT, peraltro, questa è risultata pienamente in linea con le attese, dato che le emissioni lorde in valore assoluto di tali strumenti sono state pressoché identiche a quelle dell'anno precedente, a fronte di un volume complessivo inferiore. Le emissioni di CTZ,

invece, anziché limitarsi a rinnovare le scadenze, hanno chiuso l'anno con emissioni nette positive di quasi 4,9 miliardi di euro, vedendo crescere il loro peso relativo sulle emissioni lorde totali di circa mezzo punto percentuale rispetto all'anno precedente.

La preventivata modesta diminuzione dei BTP nominali a 3 e 5 anni, invece, è stata pienamente rispettata, così come il leggero incremento di quelli a 7 e 10 anni. I BTP nominali più lunghi (da 15 a 30 anni), invece, sono stati emessi in misura inferiore, sia in valori assoluti (28.586 milioni contro i 33.939 dell'anno precedente) che in peso relativo (7,33% a fronte dell'8,20% del 2017). All'interno del segmento, emerge tuttavia la maggiore rilevanza della scadenza ventennale, l'unica per la quale nell'anno si è aperto un nuovo *benchmark*.

Per quel che concerne i titoli indicizzati all'inflazione, il comparto dei BTP€i ha corrisposto alle attese di un maggior peso sul totale delle emissioni, sia in termini assoluti che, ancor più, relativi. Al contrario, le emissioni di BTP Italia sono risultate meno importanti del previsto, essenzialmente a causa del modesto esito del secondo collocamento dell'anno.

Infine, diversamente da quanto verificatosi nel 2017, i CCTeu non hanno incontrato un mercato favorevole, soprattutto a partire dal mese di giugno, quando questi titoli sono stati particolarmente penalizzati dall'aumento di volatilità. Di conseguenza, il loro peso relativo sul totale delle emissioni si è ridotto.

La Tabella III.10 include invece anche gli ammontari derivanti dai concambi.

**TABELLA III.10: COMPOSIZIONE DELLE EMISSIONI 2016-2018 IN VALORE ASSOLUTO E PERCENTUALE INCLUSI I CONCAMBI\***

	Emissioni 2016	% sul totale	Emissioni 2017	% sul totale	Emissioni 2018	% sul totale
BOT mini	0	0,00%	0	0,00%	0	0%
BOT 3 mesi	0	0,00%	0	0,00%	0	0%
BOT 6 mesi	76.669	18,77%	75.000	17,56%	75.303	18,78%
BOT 12 mesi	76.025	18,61%	76.601	17,94%	76.350	19,04%
Commercial Paper	0	0,00%	0	0,00%	0	0%
<b>Totale breve termine</b>	<b>152.694</b>	<b>37,38%</b>	<b>151.601</b>	<b>35,50%</b>	<b>151.653</b>	<b>37,82%</b>
CTZ	18.991	4,65%	28.660	6,71%	29.169	7,27%
CCTeu	28.854	7,06%	31.923	7,48%	23.863	5,95%
BTP 3 anni	25.215	6,17%	35.898	8,41%	34.700	8,65%
BTP 5 anni	33.747	8,26%	36.404	8,52%	33.675	8,40%
BTP 7 anni	33.328	8,16%	30.612	7,17%	31.983	7,98%
BTP 10 anni	42.604	10,43%	40.652	9,52%	39.726	9,91%
BTP 15 anni	12.910	3,16%	17.759	4,16%	5.471	1,36%
BTP 20 anni	12.015	2,94%	9.513	2,23%	14.134	3,63%
BTP 30 anni	14.436	3,53%	14.041	3,29%	8.768	2,19%
BTP 50 anni	5.000	1,22%	750	0,18%	883	0,22%
BTP€i 5 anni	4.942	1,21%	2.895	0,68%	7.782	1,94%
BTP€i 10 anni	4.082	1,00%	7.856	1,84%	5.645	1,41%
BTP€i 15 anni	2.691	0,66%	2.326	0,54%	2.745	0,68%
BTP€i 30 anni	707	0,17%	472	0,11%	494	0,12%
BTP Italia	13.234	3,24%	15.697	3,68%	9.873	2,46%
Eestero	3.036	0,74%	0	0,00%	0	0,00%
<b>Totale medio-lungo termine</b>	<b>255.793</b>	<b>62,62%</b>	<b>275.458</b>	<b>64,50%</b>	<b>249.324</b>	<b>62,18%</b>
<b>TOTALE</b>	<b>408.486</b>		<b>427.059</b>		<b>400.977</b>	

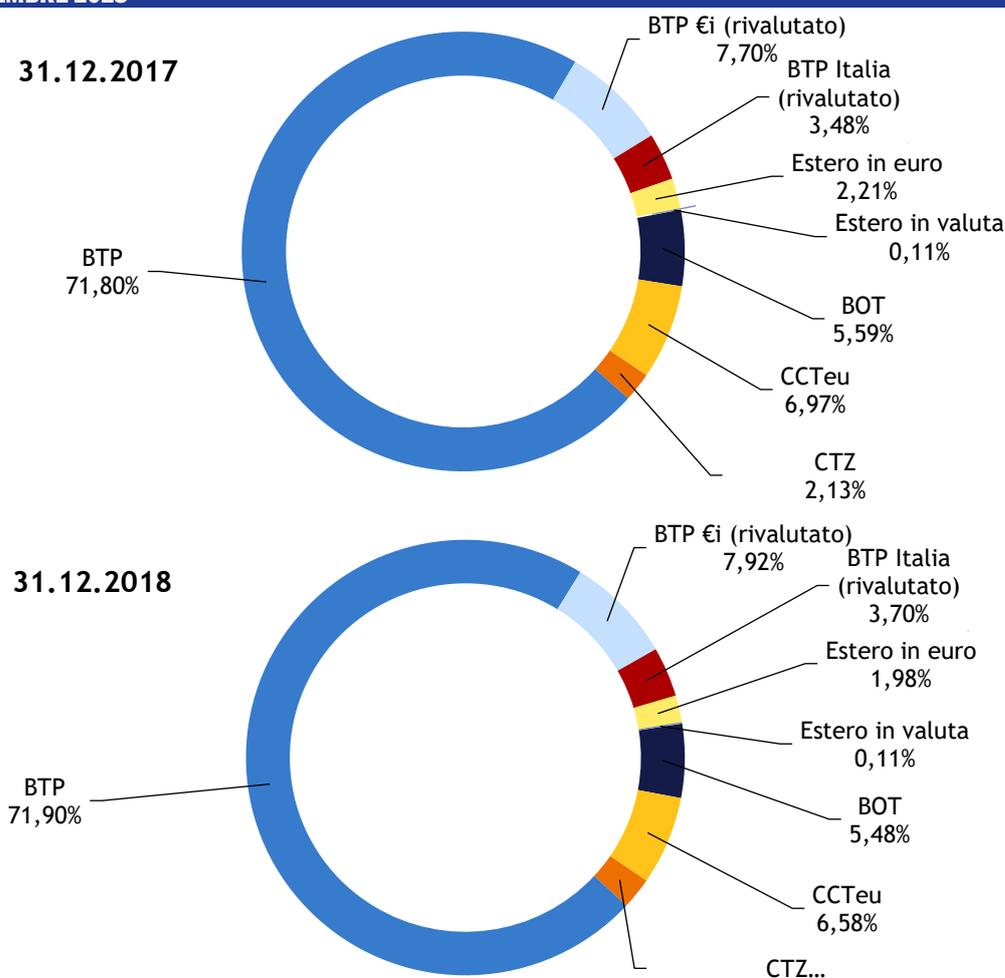
\* I titoli *off-the-run* sono stati inseriti nella categoria di vita residua più prossima - Fonte: MEF

### La composizione dello stock dei titoli a fine anno

Tutto sommato modeste sono risultate tra 2017 e 2018 le variazioni nella composizione del debito in titoli di Stato, la più significativa delle quali riguarda il comparto indicizzato all'inflazione. Sono infatti risultate positive per 4.655 milioni di euro le emissioni nette complessive di BTP€i, pur considerando quanto riacquistato nelle operazioni di concambio. Per quanto riguarda i BTP Italia, l'assenza di titoli di questa specie in scadenza ha fatto sì che le emissioni nette complessive fossero positive per poco meno di 6.100 milioni, nonostante il corposo riacquisto nell'ambito del relativo concambio sindacato. Al 31 dicembre 2018 le rispettive percentuali sullo stock sono così salite rispetto al 2017 dal 7,70% al 7,92% e dal 3,48% al 3,70%.

L'altra variazione più sensibile ha riguardato i CCTeu, il cui peso si è ridotto dal 6,97% al 6,48%. Gli altri movimenti sono risultati molto contenuti, ma è comunque significativo osservare l'ulteriore incremento marginale dei BTP, cui ha corrisposto una limatura dei BOT di proporzioni analoghe.

**GRAFICO III.12: COMPOSIZIONE DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO AL 31 DICEMBRE 2017 ED AL 31 DICEMBRE 2018**

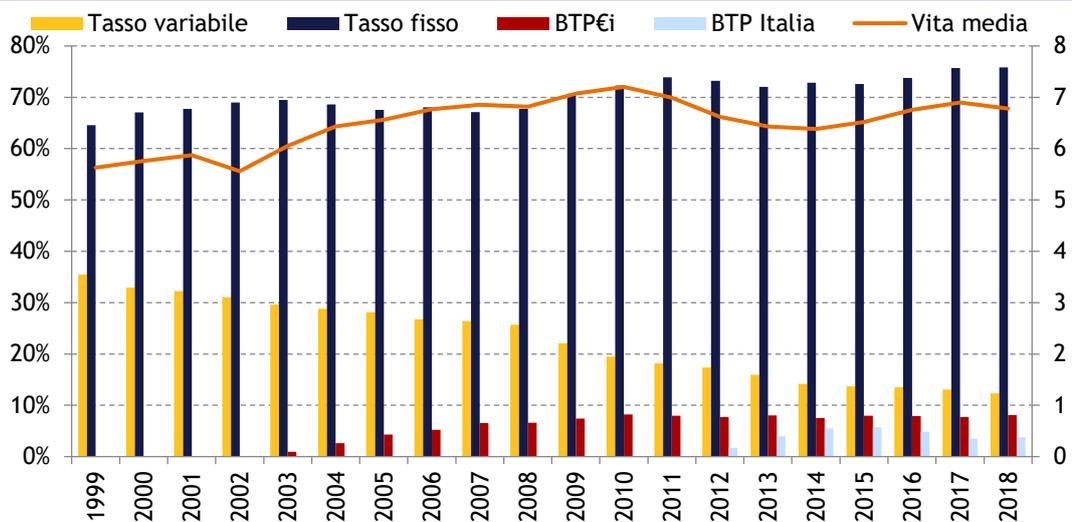


Fonte: MEF

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

La vita media del debito mostra (Grafico III.13) una leggerissima contrazione rispetto all'anno precedente, passando dai 6,90 anni del 2017 ai 6,78 del 2018. Ciò è attribuibile essenzialmente a due fattori: da un lato, il volume inferiore delle scadenze (circa 17 miliardi in meno), che comporta un naturale accorciamento della vita dello *stock* in essere; dall'altro le difficoltà dovute al mercato meno favorevole, che hanno sia ridotto la domanda sul segmento a più lungo termine, sia indotto a correggere le dislocazioni di mercato attraverso concambi, in cui sono stati offerti in emissione titoli mediamente più corti.

**GRAFICO III.13: EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA E DELLA VITA MEDIA DEL DEBITO DOMESTICO (IN ANNI)**



Fonte: MEF

La vita media residua, la cui evoluzione recente è riportata nella Tabella III.11, è un indicatore del solo rischio di rifinanziamento, ma l'analisi del rischio insito in un portafoglio di debito richiede di considerare anche altri aspetti, per i quali appaiono utili altri tipi di misure sintetiche dell'esposizione dello *stock* ai rischi di mercato, quali la *duration* e l'ARP (*Average Refixing Period*), riportati nella Tabella III.12.

**TABELLA III.11: VITA MEDIA DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO**

	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Titoli domestici	6,62	6,78	6,67
Titoli esteri	12,07	11,88	11,77
Stock di titoli di Stato	6,76	6,90	6,78

Fonte: MEF

**TABELLA III.12: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2016-2018 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO ANTE DERIVATI (IN ANNI)**

	Duration			ARP		
	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Titoli domestici ante derivati	5,50	5,47	5,26	5,62	5,74	5,65
Titoli esteri ante derivati	7,11	6,96	6,99	6,69	6,49	6,46
Stock di titoli di Stato ante derivati	5,54	5,50	5,30	5,64	5,76	5,67

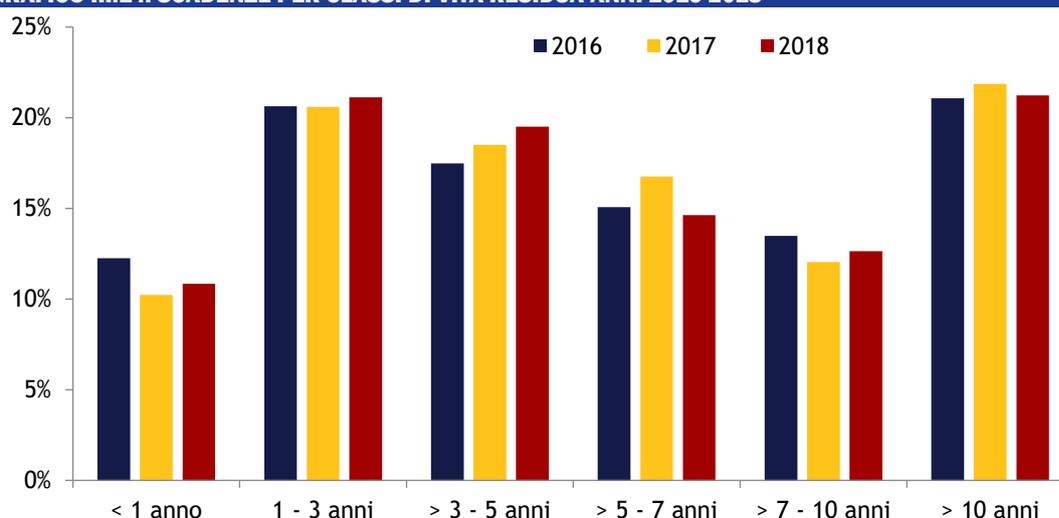
Fonte: MEF

In particolare, si osserva che anche l'*Average Refixing Period*, che esprime il tempo medio nel quale lo *stock* di debito viene ad incorporare il mutamento dei tassi, ha subito una flessione, però marginalmente più leggera di quella della vita media. Ciò risulta pienamente coerente col minor peso assunto dai CCTeu nel corso dell'anno.

Per quanto riguarda la *duration*, che è pesata coi valori attuali dei flussi e, quindi, risente anche del mutato livello dei tassi di mercato, la sua riduzione è risultata invece più sensibile di quella degli altri due indicatori. Questa dinamica non deve sorprendere, dato che la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha subito un considerevole incremento nel corso del 2018, come appare ben visibile nel Grafico III.15 riportato più in avanti.

D'altra parte, l'evoluzione dei tre indicatori sintetici trova riscontro nel successivo Grafico III.14, che mostra come è variata la struttura per scadenza residua dello *stock* di titoli di Stato al termine di ciascuno degli ultimi tre anni (esclusi i BOT). Vi si nota, in primo luogo, l'aumento dei titoli con vita residua fino a 5 anni e, in particolar modo nel confronto col 2017, un calo marcato nel segmento tra 5 e 7 anni. Le scadenze tra 7 e 10 anni hanno invece mostrato un leggero incremento, compensato però da un'analoga riduzione del segmento a più lungo termine.

**GRAFICO III.14: SCADENZE PER CLASSI DI VITA RESIDUA ANNI 2016-2018**



Nota: 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  
Fonte: MEF

Nell'insieme, tutte le dinamiche sopra esposte risultano perfettamente coerenti con le difficoltà affrontate nel corso dell'anno, che hanno visto penalizzato il segmento a più lungo termine ed hanno risentito dell'estrema volatilità ed ampiezza dei movimenti di mercato.

Ciò nonostante, la gestione del portafoglio di derivati nel corso del 2018 ha mitigato questi effetti, allungando la *duration* complessiva del debito; infatti, ne ha portato il livello dai 5,30 anni ante *swap* ai 5,79 post *swap*, con un incremento pari a circa sei mesi, simile all'impatto prodotto nell'anno precedente, come illustrato dalla successiva Tabella III.13.

Coerentemente, il portafoglio di derivati ha anche contribuito ad allungare l'*Average Refixing Period* del debito: alla fine del 2018 l'ARP complessivo post *swap* si è attestato a 6,11 anni, superiore al corrispondente valore ante *swap* di 5,67 anni di più di cinque mesi.

**TABELLA III.13: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2016-2018 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO POST DERIVATI (IN ANNI)**

	Duration			ARP		
	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Titoli domestici post derivati	6,09	5,99	5,76	6,19	6,23	6,09
Titoli esteri post derivati	7,13	7,05	6,99	7,07	6,96	6,82
Stock di titoli di Stato post derivati	6,11	6,01	5,79	6,21	6,25	6,11

Fonte: MEF

### **Evoluzione del valore di mercato dello stock dei titoli di Stato e del portafoglio derivati**

La ben nota relazione inversa tra l'andamento dei tassi e quello dei valori di mercato implica strutturalmente che, a parità di altre condizioni<sup>11</sup>, al sopraggiungere di fasi di mercato connotate da tassi più bassi dei precedenti, assumano un valore di mercato negativo per il pagatore di tasso fisso e positivo per il percettore tutti gli strumenti finanziari a tasso fisso che siano stati regolati in passato a livelli più elevati. Ciò a prescindere dalla natura contrattuale dello strumento, cioè indipendentemente dal fatto che il tasso fisso sia pagato sui titoli emessi ovvero sia determinato in strumenti diversi, come i derivati.

Nel corso del 2018 il mercato euro ha continuato a mostrare tassi di interesse decrescenti, nonostante i livelli di partenza fossero già ai minimi storici. La componente di credito inclusa nei rendimenti governativi (vale a dire il premio richiesto dal mercato per il rischio di credito) ha invece subito un incremento piuttosto pronunciato, soprattutto nel tratto fino alla scadenza decennale. Tale incremento è stato parzialmente bilanciato dalla più lieve riduzione dei tassi di interesse dell'euro, quindi i tassi governativi hanno comunque registrato un livello

<sup>11</sup> I fenomeni qui descritti sono quelli inerenti alla componente dei tassi d'interesse di mercato, mentre le variazioni della componente dei tassi d'interesse che remunera il rischio di credito hanno ampiezza e direzione indipendenti da quelle dei tassi di mercato e quindi possono, in caso di cambiamenti molto significativi e/o durevoli degli *spread* di credito, amplificare o mitigare (a seconda della direzione del movimento dello *spread* di credito) gli effetti dei cambiamenti subiti dal mercato dei tassi

ancora relativamente contenuto. Ciò ha comportato, di fatto, un valore attuale negativo di qualsiasi posizione di pagatore di tasso fisso che sia stata assunta in precedenza<sup>12</sup>. Conseguentemente, data la struttura di tasso dei relativi portafogli:

1. A fronte di una riduzione di circa 17 miliardi del nozionale del portafoglio di derivati rispetto allo scorso anno, il *mark to market* è risultato negativo per 29,8 miliardi di euro al 31 dicembre 2018 contro i 31,5 miliardi di euro al 31 dicembre 2017. Prendendo in considerazione solo i derivati riferiti al debito<sup>13</sup> (vedi Tabella III.15), sui quali si è riversata quasi interamente la riduzione di nozionale, il valore di mercato è stato negativo per 29,6 miliardi di euro alla fine del 2018 contro i 31,3 miliardi di euro alla fine del 2017;

2. Il valore di mercato dello *stock* di titoli di Stato (escluso l'effetto del portafoglio di derivati) nello stesso periodo è passato dai circa 2.105,2 miliardi di euro del 2017 ai 2.065,3 miliardi di euro a fine 2018. Al contrario, come evidenziato nella Tabella III.14, lo *stock* al valore nominale dei titoli di Stato è aumentato di circa 53 miliardi. Ne consegue che la differenza tra il valore di mercato e il valore nominale dello *stock* dei titoli di Stato si è ridotta di circa 93 miliardi di euro rispetto all'anno precedente. Infatti, tale differenza è pari a circa 106 miliardi di euro alla fine del 2018, a fronte dei 199 miliardi circa di fine 2017. La riduzione in termini assoluti di circa 40 miliardi del valore di mercato dei titoli di Stato è, quindi, riconducibile a due fattori che hanno agito l'uno in senso opposto all'altro: da un lato l'incremento dello *stock* nominale di titoli per circa 53 miliardi di euro; dall'altro la più marcata riduzione, per circa 93 miliardi di euro, del relativo valore di mercato, conseguente all'incremento dei tassi di interesse governativi, in parte mitigato dal contesto di generale abbassamento dei tassi di mercato.

**TABELLA III.14: ANDAMENTO DEL VALORE DI MERCATO DELLO STOCK DEI TITOLI DI STATO (MILIONI DI EURO)**

	MTM	Valore nominale	MTM – Valore nominale
31/12/2018	2.065.258	1.959.429	105.829
31/12/2017	2.105.186	1.906.389	198.797
Variazione	-39.928	53.040	-92.968

Fonte: MEF

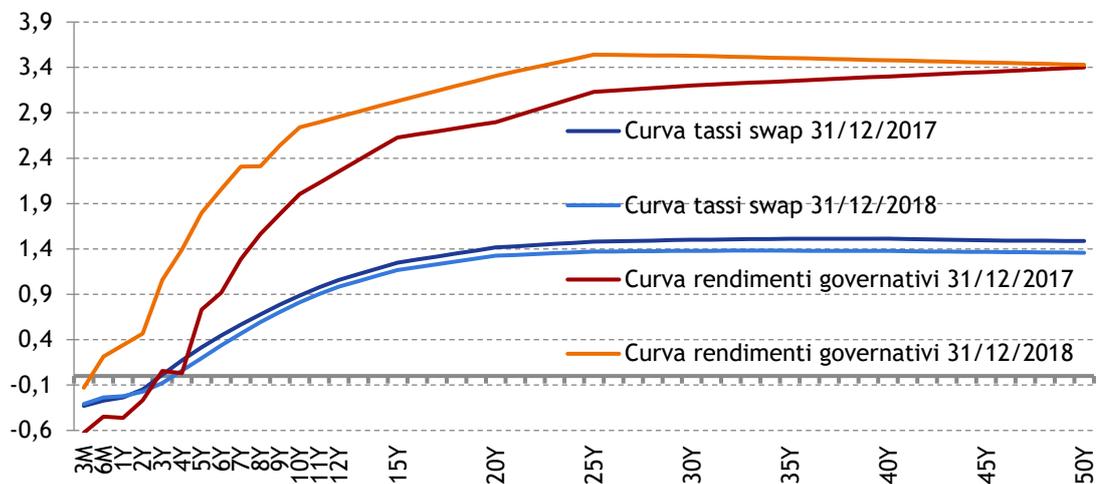
L'andamento registrato dai valori di mercato dei due portafogli (derivati e titoli) riflette, al netto delle variazioni dello *stock*, l'andamento delle curve dei tassi di interesse di riferimento: curva *swap* per il portafoglio derivati e curva dei rendimenti governativi per lo *stock* dei titoli di Stato. Tali curve possono muoversi in direzioni diverse e/o con variazioni e inclinazioni differenti, generando quindi effetti che da un anno all'altro possono divergere. Di seguito vengono riportate, con

<sup>12</sup> Come si vede, quindi, la semplice esistenza di un *mark to market* negativo (o positivo) non rappresenta per l'emittente né una perdita né un profitto, né tantomeno un indice del disvalore o della bontà della scelta di "fissare" il tasso o meno. La formazione e l'andamento del *mark to market* sono invece connessi al rapporto tra le caratteristiche del portafoglio (fissate via via nel tempo sulla base del noto *trade-off* tra costi e rischi, che il gestore del debito pubblico ha affrontato in relazione alle caratteristiche del portafoglio, alle capacità di assorbimento del mercato ed agli obiettivi fiscali del momento) ed il successivo andamento - del tutto esogeno - dei tassi di mercato. Per il gestore del debito pubblico, la scelta di "fissare" il tasso del debito è funzionale agli obiettivi di contenimento dei rischi per il bilancio pubblico, non a prendere posizione per "battere il mercato".

<sup>13</sup> Si escludono in questo caso i contratti derivati stipulati con riferimento ai mutui attivi ai sensi della Legge finanziaria per il 2005.

riferimento alle date del 31/12/2017 e 31/12/2018, la curva *swap* dei tassi in euro e la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani (Grafico III.15).

**GRAFICO III.15: CURVE DEI TASSI SWAP IN EURO E CURVE DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO ITALIANI AL 31/12 DEL 2017 E DEL 2018**



Fonte: Bloomberg

Nella successiva Tabella III.15 sono rappresentati i nozionali e i valori di mercato dei segmenti in cui si può suddividere il portafoglio di strumenti derivati. Riguardo ai derivati sul debito, i *cross currency swap* sono riferiti alle emissioni denominate in valuta estera, mentre gli IRS di copertura sono riferiti alle emissioni di titoli del programma MTN denominate in euro. Inoltre, nella categoria “IRS di *duration*” sono comprese tutte le posizioni riconducibili alla strategia di protezione dal rialzo dei tassi di interesse, che, in alcuni casi, vedono associata agli IRS la vendita di *receiver swaption*. Il segmento degli “IRS ex-ISPA” ricomprende tutti i contratti derivati associati alle passività della società Infrastrutture S.p.A., oggetto dell’accolto da parte del Tesoro disposto dalla Legge finanziaria per il 2007. Nella categoria “*Swaption*” sono rappresentate le *receiver swaption stand-alone*, ossia non collegate a IRS preesistenti.

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

**TABELLA III.15: PORTAFOGLIO DI STRUMENTI DERIVATI - ANNI 2017 E 2018 (MILIONI DI EURO)**

Strumenti derivati su debito								
Strumento	31/12/2017				31/12/2018			
	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
IRS ex-ISPA	3.500	2,76%	-1.349	4,31%	3.500	3,18%	-1.343	4,53%
CCS (Cross Currency Swap)	6.007	4,74%	196	-0,63%	4.981	4,53%	79	-0,27%
IRS (Interest Rate Swap) di copertura	10.115	7,98%	735	-2,35%	8.327	7,57%	792	-2,67%
IRS (Interest Rate Swap) di duration	103.627	81,71%	-28.528	91,13%	90.752	82,55%	-27.621	93,18%
Swaption	3.569	2,81%	-2.630	7,54%	2.380	2,16%	-1.549	5,23%
<b>Totale derivati su debito</b>	<b>126.818</b>	<b>100,00%</b>	<b>-31.306</b>	<b>100,00%</b>	<b>109.940</b>	<b>100,00%</b>	<b>-29.642</b>	<b>100,00%</b>
<b>Titoli di Stato in circolazione</b>	<b>1.906.389</b>				<b>1.959.429</b>			
<b>Derivati su debito/Titoli di Stato</b>	<b>6,65%</b>				<b>5,61%</b>			

**Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)**

Strumento	Nozionale	MTM	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	1.835	-232	1.358	-154

**Portafoglio strumenti derivati complessivo**

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	126.818	98,57%	-31.306	99,26%	109.940	98,78%	-29.642	99,48%
Derivati su attivi	1.835	1,43%	-232	0,74%	1.358	1,22%	-154	0,52%
<b>Totale strumenti derivati</b>	<b>128.653</b>	<b>100%</b>	<b>-31.538</b>	<b>100%</b>	<b>111.298</b>	<b>100%</b>	<b>-29.796</b>	<b>100%</b>

**Contratti di garanzia bilaterale su strumenti finanziari derivati (\*)**

Margine in contanti (1)	<b>1.050</b>
-------------------------	--------------

(1) Prestazione di garanzia bilaterale ai sensi del D.M. n.103382 del 20 Dicembre 2017. Si veda sul sito MEF la sezione Normativa sul debito pubblico - Norme su attività in derivati, disponibile all'indirizzo [http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti\\_it/debito\\_pubblico/normativa\\_spalla\\_destra/D.M.\\_20.12.2017\\_-\\_Contratti\\_di\\_garanzia\\_bilaterale\\_su\\_strumenti\\_finanziari\\_derivati..pdf](http://www.dt.tesoro.it/export/sites/sitodt/modules/documenti_it/debito_pubblico/normativa_spalla_destra/D.M._20.12.2017_-_Contratti_di_garanzia_bilaterale_su_strumenti_finanziari_derivati..pdf)

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

In dettaglio, nel corso del 2018 sono scaduti tre CCS, il cui nozionale complessivo è pari a circa un miliardo di euro, a seguito della scadenza di due emissioni denominate in valuta estera. Sono scaduti, inoltre, quattro IRS di copertura per un nozionale complessivo pari a circa 1,8 miliardi di euro.

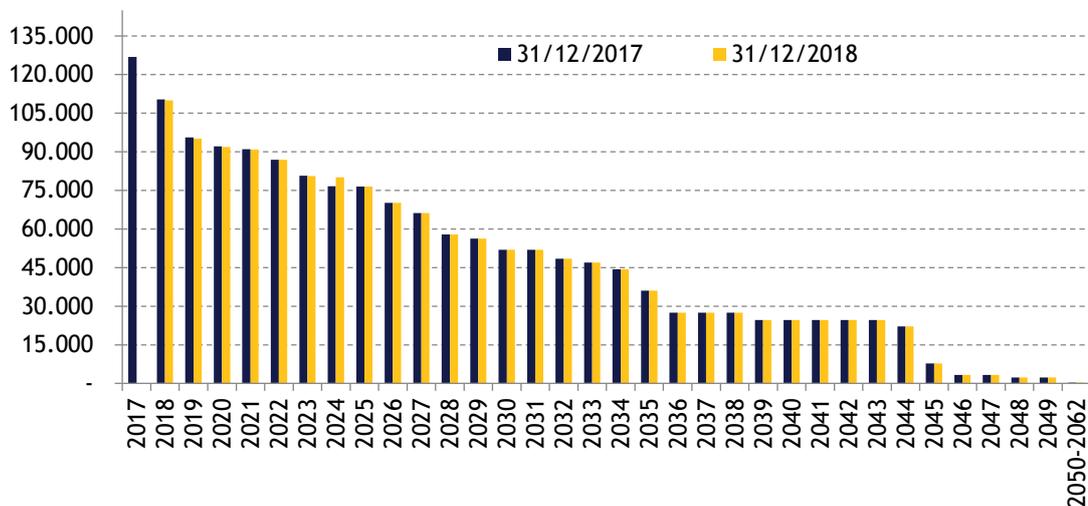
In merito agli IRS e alle *swaption* di macro-copertura del rischio di rialzo dei tassi, nel corso del 2018 sono scaduti tre IRS per un nozionale complessivo di circa 14 miliardi di euro. Due nuovi IRS, con un nozionale complessivo pari a 4,5 miliardi di euro, sono nati: uno in concomitanza con l'esercizio di una *swaption* e l'altro a seguito della ristrutturazione di un'altra *swaption*, già descritta in precedenza in questo Capitolo. Delle due *swaption* in questione, una - con nozionale pari a un miliardo di euro - era inclusa tra le *receiver swaption* non collegate a IRS preesistenti, mentre l'altra, con un nozionale di 3,5 miliardi di euro, era già compresa tra gli IRS di *duration*. Inoltre in entrambe le due componenti della macro-copertura (IRS e *swaption*) si sono registrate lievi variazioni di nozionale dovute ai

pagamenti relativi alla rateizzazione del differenziale di premio derivante dalle ristrutturazioni effettuate negli anni precedenti.

Infine, come illustrato nel par. III.3, nel corso del 2018 si è proceduto ad assoggettare a garanzia bilaterale una parte del portafoglio derivati, in attuazione dell'articolo 3, comma 1-bis del T.U.D.P. e dell'articolo 6 del Decreto Garanzie. In particolare sono stati stipulati contratti di garanzia bilaterale (CSA) con ciascuna delle tre controparti che al 31 dicembre 2017 risultavano in possesso del requisito indicato all'articolo 4 del Decreto Cornice 2018, secondo quanto disposto dall'articolo 6 del "Decreto garanzie". Alla fine del 2018 l'importo complessivo della garanzia versata alle controparti è stato pari a 1.050 milioni di euro.

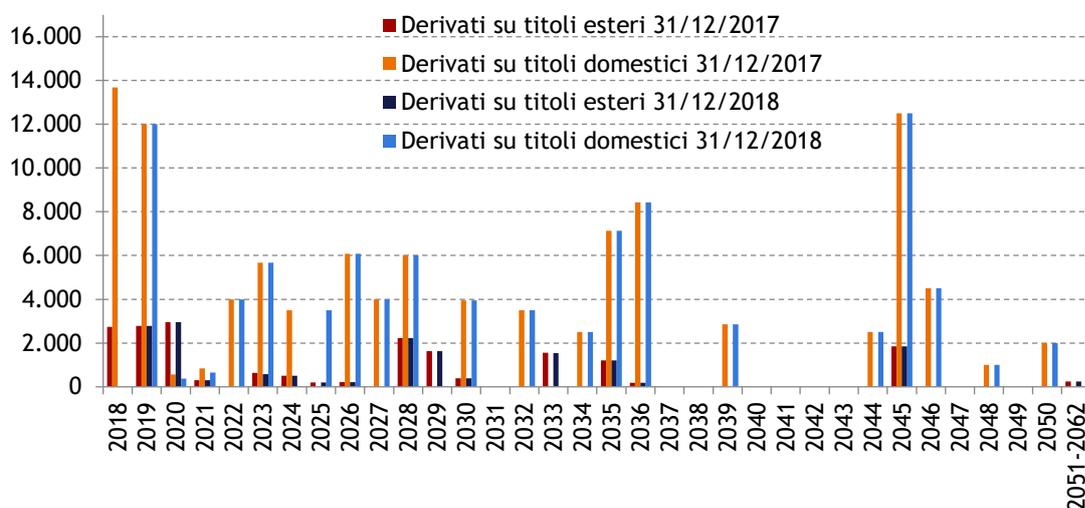
Riguardo agli strumenti derivati riferiti al debito, escludendo quindi le posizioni assunte ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 sui mutui attivi, i due grafici seguenti mostrano l'evoluzione del nozionale anno per anno, a partire dal 31/12/2017 e dal 31/12/2018 fino all'ultima scadenza del portafoglio (2062), nell'ipotesi di esercizio di tutte le *swaption* presenti in portafoglio. Dopo l'anno 2050, l'ultimo in cui si registra la scadenza di un IRS con un nozionale di dimensioni rilevanti (due miliardi di euro), rimarrà solo una posizione riferita a un titolo del programma EMTN, con un nozionale di 250 milioni di euro, che scadrà appunto nel 2062. Molte scadenze, in termini di nozionale, si sono concentrate nel 2018 e lo stesso avverrà nel corso del 2019; nel biennio 2035-2036 scadrà un nozionale considerevole mentre l'ultimo gruppo di scadenze rilevanti sarà nel 2045.

**GRAFICO III.16: EVOLUZIONE PROSPETTICA DEL NOZIONALE DEL PORTAFOGLIO DI DERIVATI NELL'IPOTESI DI ESERCIZIO DELLE SWAPTION (MILIONI DI EURO)**



Fonte: MEF

**GRAFICO III.17: STRUTTURA PER SCADENZA DEL PORTAFOLIO DI DERIVATI NELL'IPOTESI DI ESERCIZIO DELLE SWAPTION (MILIONI DI EURO)**

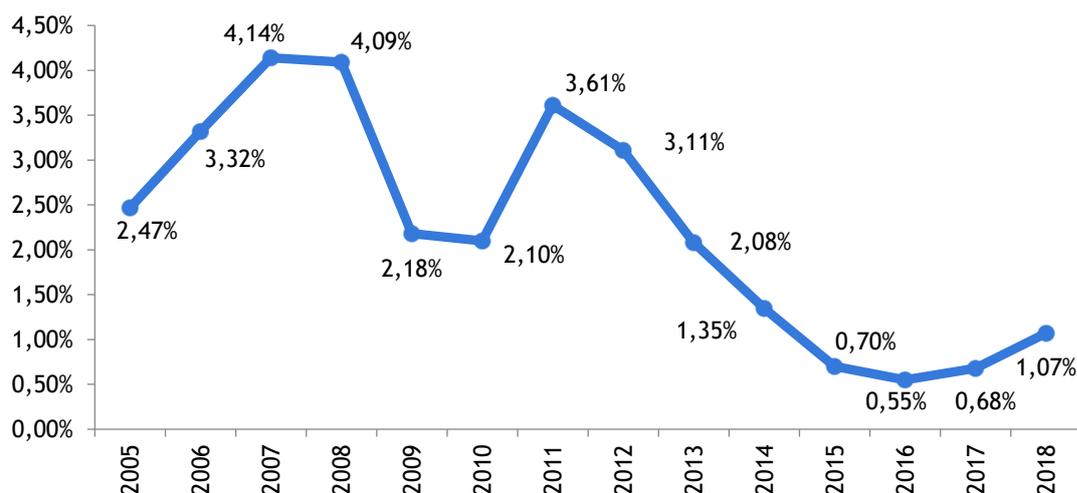


Fonte: MEF

### Il costo del debito

Il tasso medio ponderato all'emissione del 2018 è salito sensibilmente, pur rimanendo ad un livello storicamente basso: 1,07%. Peraltro, questo dato è frutto della sintesi di due sotto-periodi molto differenti: lo 0,65% delle aste regolate fino a metà maggio e l'1,48% da fine maggio in poi. Da notare, inoltre, che nel secondo sotto-periodo il peso relativo dei BOT è aumentato abbastanza significativamente ed ha contribuito a contenere il costo delle emissioni, nonostante i relativi tassi siano passati da negativi a positivi.

**GRAFICO III.18: COSTO MEDIO ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO - ANNI 2005-2018 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonte: MEF

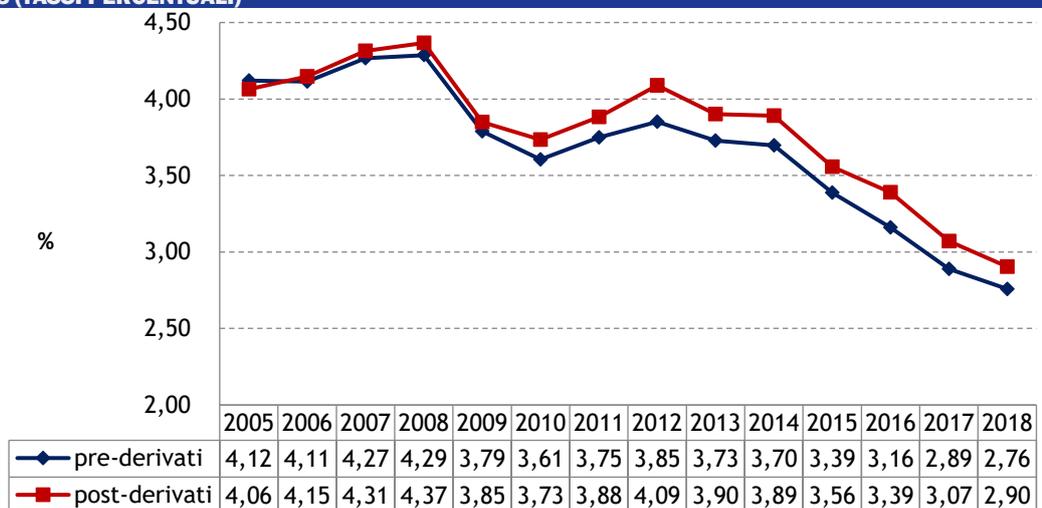
In termini di cassa, il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi di cassa<sup>14</sup> pagati sui titoli di Stato nell'anno  $t$  sullo stock di titoli di Stato dell'anno  $t-1$ , nel 2018 è stato pari al 2,76%, che si raffronta col 2,89% del 2017. Pur nel difficile contesto illustrato in questo Rapporto, dunque, vi è stata una riduzione dello 0,13%.

Includendo anche il complesso delle operazioni in derivati, il valore complessivo del costo di cassa del 2018 si porta al 2,90%, contro il 3,07% del 2017, con una riduzione, quindi, dello 0,17%. Coerentemente, si registra una limatura anche nell'impatto del portafoglio derivati: 0,14%, contro lo 0,18% dell'anno precedente<sup>15</sup>.

Alla fine del 2018, il tasso medio pagato sulle operazioni in derivati per la gestione della *duration* sullo stock del debito domestico era pari al 4,08%<sup>16</sup>; alla stessa data, lo stock di debito emesso con cedole superiori al 4,08% era pari a circa 587 miliardi di euro, confermando quindi che il tasso medio pagato sulla quota di debito coperta da derivati di tasso d'interesse rientra ampiamente nei limiti del costo storico del debito a tasso fisso della Repubblica.

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

**GRAFICO III.19: COSTO MEDIO DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO PRE E POST DERIVATI - - ANNI 2005-2018 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonte: MEF

<sup>14</sup> Non è possibile calcolare un simile rapporto sulla spesa per competenza economica (SEC 2010) poiché questa esclude per definizione i flussi delle operazioni in derivati.

<sup>15</sup> È opportuno ricordare che la differenza di costo tra il portafoglio del debito ante e post derivati rappresenta il costo marginale sostenuto dal Tesoro per ottenere una *duration* più elevata (quindi una maggiore copertura del rischio di rialzo dei tassi di interesse) rispetto a quanto reso possibile dal solo ricorso alle emissioni obbligazionarie.

<sup>16</sup> In ulteriore diminuzione rispetto al 4,14% del 2017, al 4,19% del 2016 ed al 4,35% del 2015. Il miglioramento è dovuto a due componenti:

- gli effetti delle ristrutturazioni effettuate nel corso degli anni;
- la scadenza naturale di alcune operazioni.

### **III.5 LA GESTIONE DELLA LIQUIDITA' DEL TESORO**

Il contesto di mercato con cui il Tesoro si è dovuto confrontare nell'attività di gestione della liquidità giacente sul Conto disponibilità non ha registrato particolari cambiamenti rispetto all'anno precedente. I tassi BCE, e in particolare quello della *Deposit facility*, rimasto a quota -0,40%, non hanno subito variazioni rispetto all'anno 2017. Le politiche monetarie espansive adottate dalla BCE negli ultimi anni hanno da un lato portato beneficio al mercato dei titoli di Stato, in termini di calo dei rendimenti e di aumento della domanda, dall'altro hanno prodotto innegabili difficoltà nella gestione della liquidità dello Stato. Infatti, in un contesto caratterizzato da domanda di liquidità minima e redditività negativa, il Tesoro si è trovato a dover movimentare fondi in quantità considerevoli. Anche per l'anno 2018 l'operatività è stata quindi sostanzialmente orientata al contenimento dei costi derivanti dalla forte penalizzazione applicata alle giacenze detenute in Banca d'Italia e da un mercato in cui i tassi negativi continuavano a rappresentare la regola.

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

#### **Il monitoraggio del Conto disponibilità e l'andamento delle giacenze liquide giornaliera e mensili**

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

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

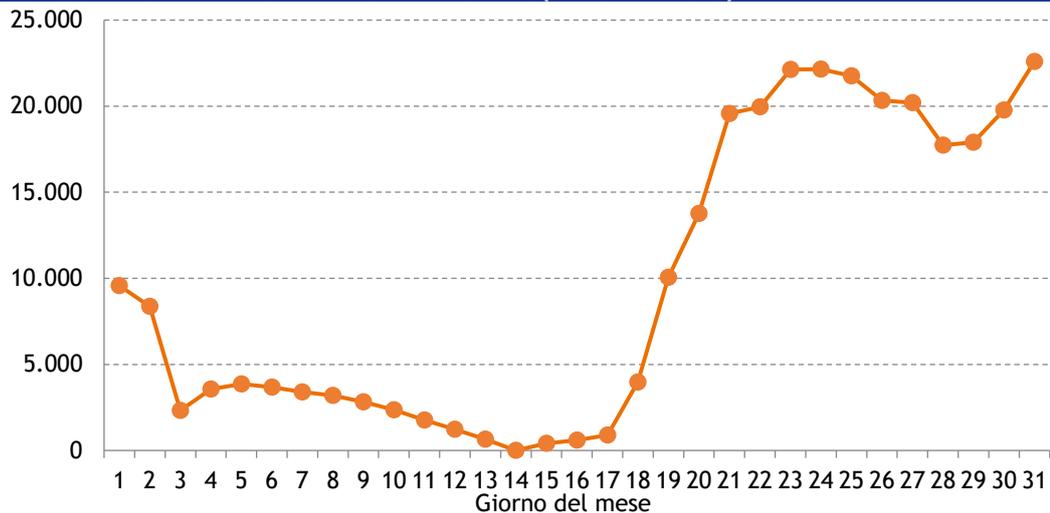
Nonostante la complessità dei flussi di Tesoreria, dovuta soprattutto alla molteplicità di soggetti che vi operano e alla rilevanza di alcuni movimenti, per il 2018 il monitoraggio del Conto disponibilità ha dato risultati soddisfacenti in termini di capacità previsionale, con uno scarto medio giornaliero di poco inferiore al 2%<sup>17</sup>. Grazie all'attività di monitoraggio e gestione del Conto disponibilità è stato quindi

---

<sup>17</sup> Questo valore è calcolato come media delle variazioni percentuali (in valore assoluto) fra la previsione di giacenza del Conto disponibilità stimata alle ore 18 del giorno t-1 e il saldo effettivo registrato alle ore 9 del giorno t. Tale percentuale fornisce, quindi, una misura dell'errore medio di previsione commesso giornalmente.

possibile conseguire una buona precisione delle previsioni di liquidità, nonostante gli ingenti flussi di Tesoreria provochino in alcuni giorni del mese variazioni del saldo anche di diversi miliardi di euro. La forte volatilità del Conto nell'arco di un mese medio è illustrata nel grafico successivo, che mostra le oscillazioni osservate nel 2018, simili peraltro a quelle registrate negli anni precedenti<sup>18</sup>.

**GRAFICO III.20: VARIAZIONI MEDIE INFRA-MENSILI DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO – SCARTI RISPETTO AL MINIMO DEL MESE – ANNO 2018 (MILIONI DI EURO)**



Fonte: MEF

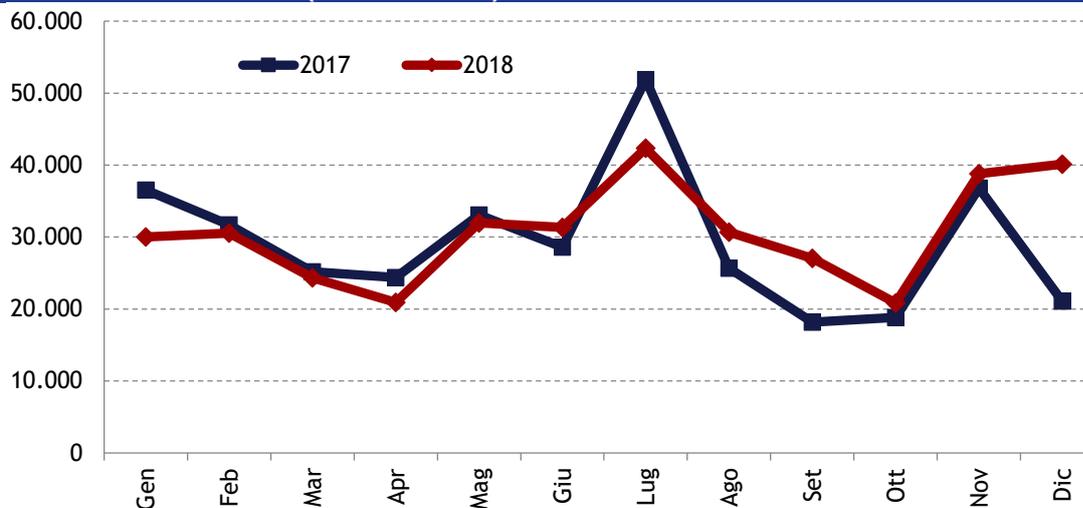
Come si può osservare dal Grafico III.20, in linea generale i saldi presentano un andamento discendente o comunque saldi bassi nella prima metà del mese a causa di ingenti pagamenti dal lato del fabbisogno (es. pagamento assegni previdenziali) per poi risalire da metà mese, con un picco nella terza decade, soprattutto grazie agli incassi relativi alle entrate fiscali.

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

La volatilità del Conto non si registra soltanto a livello inframensile, ma anche all'interno dell'intero anno. A questo proposito, il successivo Grafico III.21 mostra gli scarti tra i saldi minimi e massimi osservati all'interno di ciascun mese degli anni 2017 e 2018.

<sup>18</sup> A questo proposito, si vedano le sezioni IV.4 dei Rapporti sul Debito Pubblico per gli anni 2014-17.

**GRAFICO III.21: SCARTO TRA SALDO MASSIMO E MINIMO MENSILE DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO – ANNI 2017 E 2018 (MILIONI DI EURO)**



Fonte: MEF

Dall'analisi dei dati mensili si può affermare che la volatilità nell'anno 2018 è stata in linea all'anno precedente con alcune differenze più marcate in alcuni mesi, attribuibili prevalentemente alla diversa distribuzione delle scadenze dei titoli di Stato.

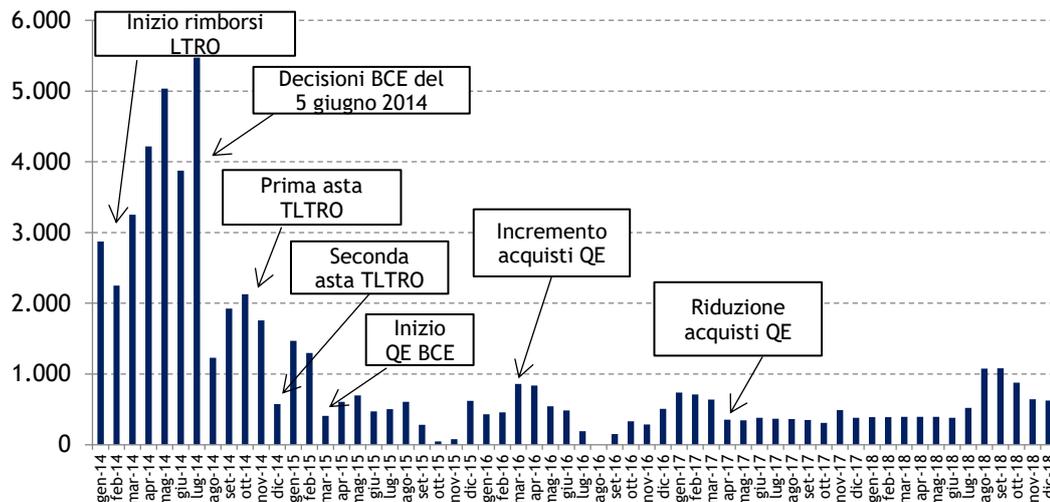
Tenuto conto delle ampie variazioni giornaliere e mensili determinate da forte volatilità di flussi in entrata e in uscita, non sempre allineati, il compito del *cash management* è, quindi, quello di impiegare sul mercato monetario una quantità di liquidità tale da ridurre le variazioni nette giornaliere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

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

Gli effetti delle decisioni di politica monetaria della BCE hanno avuto degli impatti non trascurabili sull'operatività di *cash management*. L'abbondante disponibilità di liquidità sul mercato, con la conseguente carenza di domanda da parte degli operatori bancari, ha determinato una maggiore liquidità giacente sul Conto disponibilità del Tesoro detenuto presso la Banca d'Italia. Ciò nonostante, per l'intero anno 2018 il Tesoro ha mantenuto la sua presenza sul mercato monetario attraverso aste di impiego giornaliere in sostanziale continuità con l'anno precedente.

Come si può notare dal successivo Grafico III.22, l'impiego medio alle aste OPTES del Tesoro ha fatto registrare un calo a partire dalle decisioni della BCE di giugno 2014, poi ulteriormente accentuatosi a seguito dell'introduzione del programma di acquisto dei titoli governativi. Nel corso del 2018 la riduzione del programma ha determinato una lieve ripresa nel secondo semestre dell'anno.

**GRAFICO III.22: IMPIEGO MEDIO ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE (MILIONI DI EURO)**

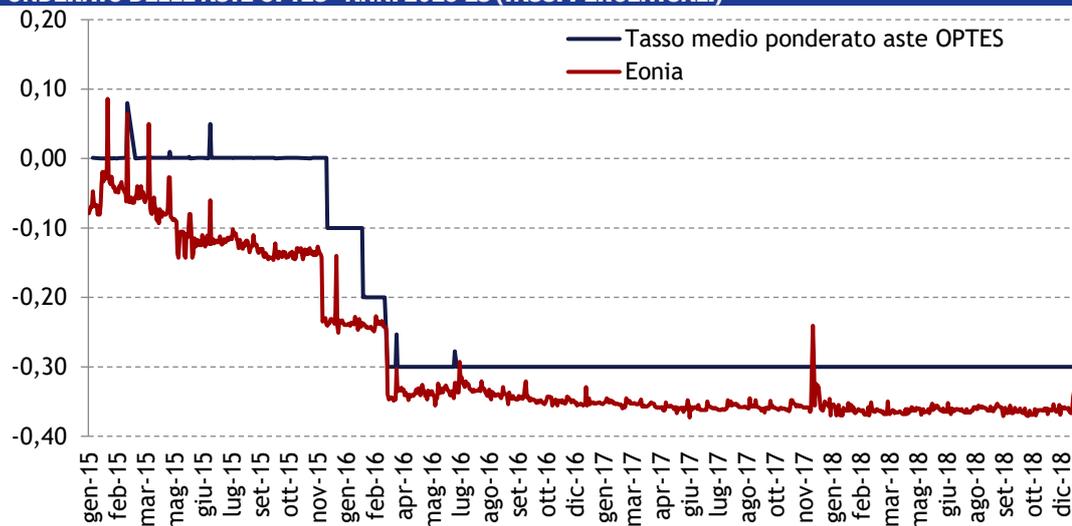


Fonte: MEF

Il successivo Grafico III.23 mette invece a confronto il tasso medio ponderato alle aste OPTES con il tasso Eonia (*Euro OverNight Index Average*) per gli anni 2015-18. Come si può osservare, la progressiva riduzione dei tassi ufficiali da parte della BCE ha comportato la graduale riduzione dei rendimenti sul mercato monetario.

Il progressivo aumento della liquidità presente nell'Eurosistema ha inoltre gradualmente fatto scomparire, a partire dal 2014, il ricorrente rialzo dei rendimenti in corrispondenza della fine del mese, giorno in cui le controparti incrementavano la loro domanda di liquidità nei confronti del mercato.

**GRAFICO III.23: ANDAMENTO DEI TASSI OVERNIGHT SUL MERCATO MONETARIO E DEL TASSO MEDIO PONDERATO DELLE ASTE OPTES - ANNI 2015-18 (TASSI PERCENTUALI)**



Fonti: MEF, Bloomberg

Il distacco osservabile tra il tasso EONIA ed il rendimento medio ponderato alle aste è attribuibile al livello del tasso minimo accettato (o tasso minimo accoglibile) dal Tesoro nelle medesime operazioni. Per tutto il 2018, il tasso medio ponderato

si è mantenuto alcuni punti base sopra il tasso EONIA, appiattendosi sul livello del tasso minimo accettato.

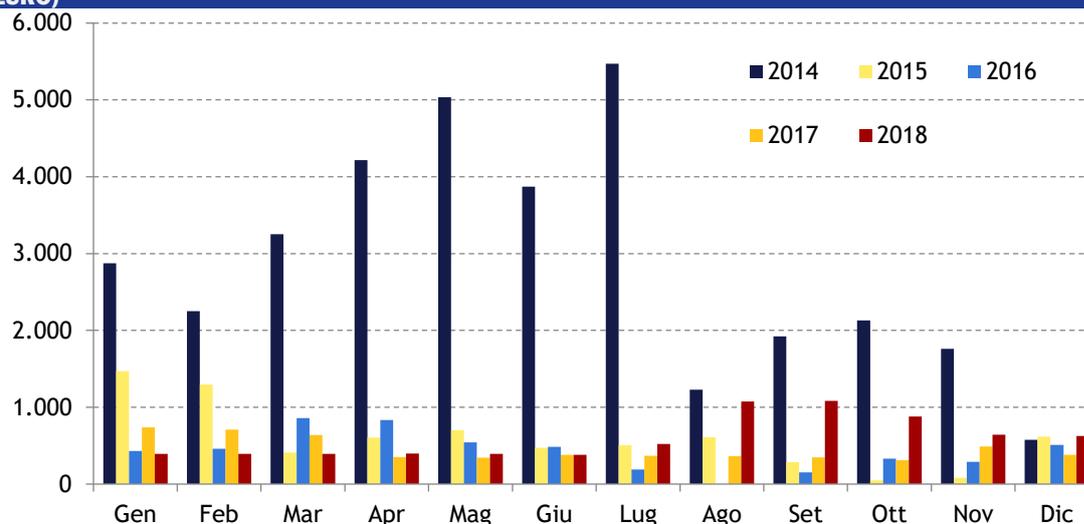
### L'impiego della liquidità del Tesoro

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

Anche nel 2018, le aste OPTES di impiego si sono svolte quotidianamente con una quantità media giornaliera impiegata sulla scadenza *overnight* in aumento rispetto all'anno precedente: 601 milioni di euro del 2018 contro 454 milioni del 2017. Si è confermato scarso il numero delle controparti attive in asta, a causa del perdurare delle condizioni di elevata liquidità presente nel sistema.

Il grafico che segue mette in evidenza come l'impiego medio alle aste OPTES, su base mensile, si sia ridotto in modo drastico, proprio a partire dalla seconda metà dell'anno 2014. Tuttavia, con particolare riguardo al 2018, emerge chiaramente l'incremento rispetto al 2017, manifestatosi a partire dalla seconda metà dell'anno.

**GRAFICO III.24: IMPIEGO MEDIO MENSILE ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE - ANNI 2014-2018 (MILIONI DI EURO)**

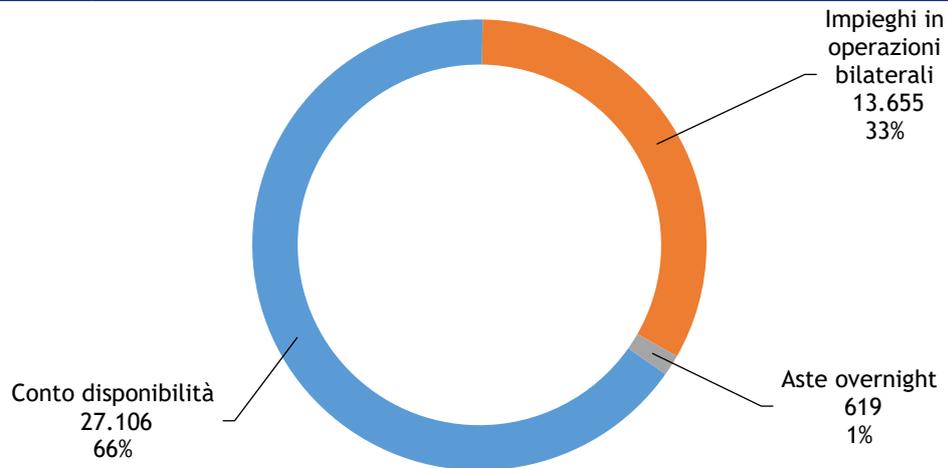


Fonte: MEF

Il Tesoro ha impiegato la propria liquidità anche attraverso l'utilizzo di un altro strumento del *cash management*, ossia in operazioni bilaterali a lunga scadenza.

Lo *stock* medio delle operazioni bilaterali si è ridotto, rimanendo tuttavia lo strumento di impiego maggiormente utilizzato; per l'anno 2018, infatti, è risultato pari a 13,7 miliardi, contro i circa 29 miliardi dell'anno precedente. In flessione rispetto all'anno precedente, la durata media delle suddette operazioni, dai 35 giorni del 2017, ai 24 del 2018.

Anche per il 2018, data l'ingente liquidità disponibile, il Tesoro non ha avuto necessità di ricorrere ad operazioni d'aste OPTES di raccolta.

**GRAFICO III.25: IMPIEGO MEDIO ALLE ASTE OPTES QUOTIDIANE-SU BASE MENSILE - ANNI 2014-2018 (MILIONI DI EURO)**

Fonte: MEF

Il Grafico III.25 sintetizza le tipologie di impiego della liquidità del Tesoro, secondo le ripartizioni osservate mediamente durante l'intero anno. Come già osservato lo scorso anno, in questa particolare situazione di mercato gli impieghi in asta *overnight* sono stati assolutamente marginali. La liquidità investita in operazioni bilaterali a più lungo termine è stata pari a circa il 33% del totale, la restante liquidità è stata depositata sul Conto disponibilità, la cui giacenza media nel 2018 è salita al 66%.

La successiva Tabella III.16 mostra la consistenza totale della liquidità del Tesoro alla fine di ciascun mese del 2018, con la ripartizione tra operazioni di mercato e Conto disponibilità.

**TABELLA III.16: CONTO DISPONIBILITA' E IMPIEGHI DELLA LIQUIDITA' DEL TESORO A FINE MESE NEL 2018 (MILIONI DI EURO)**

Mese di riferimento	Saldo del Conto disponibilità detenuto presso la Banca d'Italia	Operazioni di liquidità OPTES (aste + operaz. bilaterali)	Totale disponibilità liquide del Tesoro
Gennaio	22.628	31.630	54.258
Febbraio	32.381	15.630	48.011
Marzo	34.403	10.130	44.533
Aprile	43.488	8.130	51.618
Maggio	48.723	8.130	56.853
Giugno	34.788	12.880	47.668
Luglio	63.783	15.380	79.163
Agosto	47.869	16.400	64.269
Settembre	26.821	22.000	48.821
Ottobre	24.441	23.420	47.861
Novembre	29.543	21.350	50.893
Dicembre	31.634	3.000	34.634

Fonte: MEF

Dalla tabella si possono evidenziare tre situazioni differenti: a) un'alta giacenza del Conto disponibilità registrata nel corso del 2018, detenuta in larga misura a titolo prudenziale per far fronte agli ingenti rimborsi di titoli di Stato; b)

il picco del mese di luglio, determinato sia dall'andamento delle entrate fiscali che dall'assenza di rimborsi di titoli a medio-lungo termine; c) i saldi più bassi di febbraio e marzo, determinati principalmente dalla maggiore concentrazione di titoli medio e lungo termine in scadenza.

#### **Conclusioni**

L'attività di *cash management* nel 2018 è stata - in linea con l'anno precedente - particolarmente impegnativa a causa del permanere delle difficili condizioni sul mercato monetario. Il Tesoro ha tuttavia continuato a garantire la propria quotidiana presenza sul mercato tramite l'operatività OPTES al fine di ridurre, per quanto possibile, l'impatto dei tassi negativi sulle proprie disponibilità liquide. Si rammenta ad ogni modo che, seppur in presenza di tali difficoltà, l'effetto di tassi di interesse bassi e delle altre misure di allentamento quantitativo sia stato complessivamente favorevole per la gestione del debito pubblico del nostro Paese.



## **ALLEGATI**

## ALLEGATO 1

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

Di seguito sono elencati le principali modalità con cui il Tesoro sviluppa il confronto internazionale sui temi inerenti la gestione del debito pubblico:

- Rapporti regolari con i DMO europei sono assicurati nell'ambito dell'apposito Sottocomitato (*European Sovereign Debt Markets - ESDM*) del Comitato economico-finanziario dell'Unione Europea, un organismo - quest'ultimo - con funzioni consultive per la Commissione Europea e per il Consiglio dell'Unione Europea, incaricato di delineare le azioni di coordinamento delle politiche economiche e finanziarie degli Stati Membri.
- Viene curata una regolare presenza nei gruppi di lavoro di istituzioni sovranazionali quali l'OCSE, il FMI e la Banca Mondiale. Il Tesoro partecipa altresì al *Working Party on Public Debt Management (WPDM)* dell'OCSE<sup>1</sup>, che costituisce una sede stabile di confronto delle politiche e delle tecniche di gestione del debito pubblico tra i Paesi membri dell'Organizzazione, nonché al *Government Borrowers' Forum* organizzato annualmente dalla Banca Mondiale per condividere fra i circa 40 Paesi partecipanti esperienze concrete. Un riconoscimento implicito dello *standing* del Tesoro nella gestione del debito pubblico è costituito dal *Public Debt Management Network*<sup>2</sup>, un'iniziativa congiunta promossa dall'OCSE, dalla Banca Mondiale e dal Dipartimento del Tesoro (quale unica Istituzione statale accanto alle due multilaterali) finalizzata alla condivisione di conoscenze, informazioni e ricerche sulle tematiche della gestione del debito pubblico.
- Un'altra fondamentale occasione di coordinamento istituzionale è rappresentata dalla partecipazione ai gruppi di lavoro statistici di Eurostat e dal contributo alla predisposizione delle notifiche semestrali nell'ambito della procedura per i disavanzi eccessivi (*Excessive Deficit Procedure - EDP*), in relazione soprattutto alla corretta registrazione delle poste direttamente connesse al debito pubblico secondo il sistema europeo armonizzato di contabilità nazionale (SEC - o ESA, adottando l'acronimo anglosassone). Il presidio di tali aspetti contabili consente di tenere sotto controllo ogni profilo rilevante, anche al di

<sup>1</sup> Il WPDM ha iniziato a riunirsi come Gruppo di lavoro di esperti nella gestione del debito pubblico in sede OCSE nel 1979. Il Tesoro contribuisce continuativamente ai lavori annuali del WPDM fin dal 1985 e fa parte del Comitato d'Indirizzo (*Steering Group*) costituito nel 2003. Attualmente i lavori del WPDM vedono la partecipazione dei DMO di tutti i 36 Paesi dell'OCSE nonché - come osservatori - del Fondo Monetario Internazionale, della Banca Mondiale e della Commissione Europea.

<sup>2</sup> Cfr. [www.publicdebtntnet.org](http://www.publicdebtntnet.org)

là delle generali considerazioni di carattere strettamente finanziario e di impatto diretto sul bilancio dello Stato.

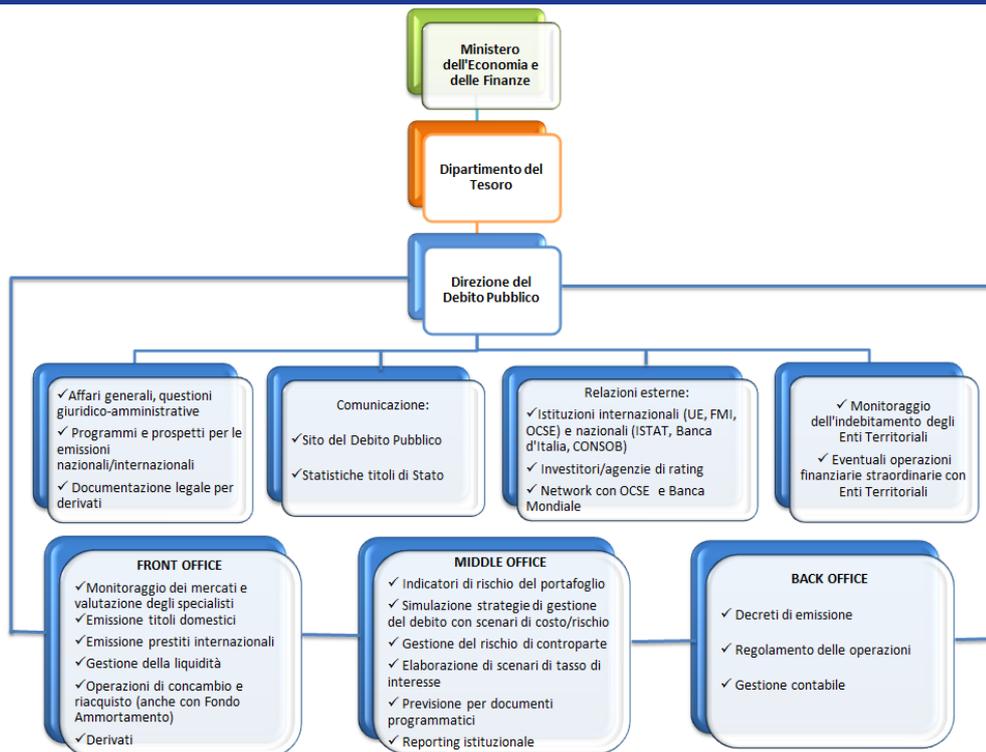
- Infine, il Tesoro partecipa alle riunioni annuali dell'*International Retail Debt Management Conference*, formata da DMO di un ristretto numero di Paesi e specificatamente dedicata alle tematiche operative riguardanti il collocamento di titoli di Stato presso investitori non istituzionali, che ogni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

## ALLEGATO 2

### La struttura organizzativa della Direzione del Debito Pubblico presso il Dipartimento del Tesoro

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

#### L'ORGANIZZAZIONE DELLA DIREZIONE DEL DEBITO PUBBLICO



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

Il *Front Office* raggruppa tutte le attività a diretto contatto con il mercato. Esse riguardano, in primo luogo, tutte le attività di emissione che, avuto riguardo delle esigenze di finanziamento e partendo dall'analisi di mercato finalizzata alle decisioni su tipologie dei titoli da offrire e su modalità e tempistica dei collocamenti, determinano l'operatività di mercato primario, a valere sia sul programma domestico che su quello estero. Sono inoltre comprese nelle attività di *Front Office* anche la gestione di brevissimo termine della liquidità e le operazioni straordinarie di cambio e riacquisto, nonché le operazioni in strumenti derivati.

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

Le funzioni di *Risk Management*<sup>3</sup> sono svolte dal *Middle Office* e comprendono tutte le attività di analisi, incluse quelle legali e di mercato, che consentono di delineare i confini del profilo di costo/rischio che devono ispirare e/o delimitare l'operatività del *Front Office*. L'individuazione (da molti anni<sup>4</sup> basata su un apposito *software* che sulla base di un modello probabilistico consente analisi di *Cost-at-Risk*) di diversi portafogli di emissione con le rispettive combinazioni di costo e rischio serve così al *Front Office* per delineare le strategie di emissione e di copertura più opportune. Sempre tra le funzioni di *Risk Management* svolta rientra il monitoraggio del rischio di controparte, che determina i vincoli da rispettare sia per la gestione del portafoglio derivati che per le operazioni di impiego della liquidità.

Anche le previsioni pluriennali sulla spesa per interessi e sul debito della Pubblica Amministrazione per i documenti programmatici ed il *reporting* istituzionale<sup>5</sup> possono essere inquadrare nell'attività di *Middle Office*.

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

Alla base di ogni attività propria della gestione del debito si pongono le funzioni relative alla predisposizione della documentazione legale dei prestiti e dei derivati, nonché la redazione dei prospetti, sia dei programmi di emissione internazionale

---

<sup>3</sup> Per una disamina più dettagliata delle *best practice* in tema di *Sovereign Debt Portfolio Risk Management*, cfr. il *Working Paper* del Fondo Monetario Internazionale "A Primer on managing Sovereign Debt-Portfolio Risks", realizzato con la collaborazione di decine di DMOs, incluso il Tesoro.

<sup>4</sup> Cfr. le informazioni riferite al *software* SAPE - finanziato originariamente nel 2003 dal MIUR - riportate *supra*, Cap. I nonché alle pagg. 26 e ss. del Rapporto sul Debito pubblico 2014

<sup>5</sup> In particolare il Documento di Economia e Finanza (DEF) previsto dalla Legge 7 aprile 2011 n. 39 (dove il contributo della Direzione Seconda è incluso nella Parte Prima "Programma di Stabilità" e nella Parte Seconda "Analisi e Tendenze di Finanza Pubblica"), la Nota di Aggiornamento al DEF, il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) istituito dal Regolamento UE n. 473/2013, l'Appendice alla c.d. Relazione trimestrale di cassa (con l'art. 14 della legge 196/2009 denominata Relazione sul conto consolidato di cassa delle Amministrazioni pubbliche), la Relazione al Parlamento sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (allegata al Rendiconto generale dello Stato) di cui all'art. 44, comma 3 del D.P.R. 398/2003, la Relazione semestrale alla Corte dei Conti sulla gestione del debito pubblico di cui al D.M. 10/11/1995.

(*Global, MTN*) sia degli altri titoli collocati con metodologie diverse dall'asta. Analogamente, essendo la Direzione del Debito Pubblico inquadrata nel contesto amministrativo del Dipartimento del Tesoro, vi si svolgono tutte le altre funzioni di carattere giuridico-amministrativo e contabile che sono comuni alla struttura ministeriale.

Vi sono poi altre funzioni di cruciale importanza svolte dalla Direzione del debito pubblico. Tra queste, molto significative sono quelle che possono essere catalogate come funzioni di comunicazione, focalizzate sulle informazioni in tempo reale riguardanti l'attività di emissione, nonché le statistiche su struttura, dinamica e composizione del debito rappresentato dai titoli di Stato e dal relativo mercato. L'alimentazione del sito del debito pubblico è il canale principale di veicolazione di questa attività. Anche le statistiche prodotte in esito al monitoraggio del debito e dell'esposizione in derivati degli enti territoriali rientrano in questa funzione.

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

Di grande rilievo è, inoltre, la funzione delle relazioni con istituzioni esterne, in particolare a livello internazionale, che comprende: la partecipazione al coordinamento a livello europeo dei gestori del debito pubblico nell'ambito di un apposito Sottocomitato (*European Sovereign Debt Markets - ESDM*) del Comitato economico-finanziario dell'Unione Europea; la partecipazione ai gruppi di lavoro statistici Eurostat e il contributo alla predisposizione delle notifiche semestrali nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi (*EDP*); la presenza nei diversi gruppi di lavoro in istituzioni sovranazionali, quali l'OCSE e il FMI; il *Network* tra il Tesoro italiano, l'OCSE e la Banca Mondiale per le tematiche di gestione del debito pubblico; i rapporti con gli investitori istituzionali e con le agenzie di *rating*<sup>6</sup>.

Infine, l'attività informatica rappresenta una funzione trasversale che interessa tutti gli uffici, in quanto pressoché tutti i processi lavorativi della Direzione sono informatizzati; quelli comuni a tutta l'Amministrazione, con applicativi uniformi per il Dipartimento del Tesoro o per tutto il Ministero, e quelli specifici per il debito pubblico, con strumenti ed applicativi dedicati<sup>7</sup>. Questi ultimi sono strutturati sulla base delle esigenze della Direzione (si vedano ad esempio aspetti particolarmente significativi nell'elaborazione e nella gestione del SAPE - Software di Analisi dei Portafogli di Emissione illustrate nel Capitolo I) e sono alimentati sia internamente sia da flussi di dati provenienti dalla Banca d'Italia, dalla Monte Titoli S.p.A. - la

<sup>6</sup> Per informazioni più dettagliate sulle varie sedi e modalità di confronto internazionale del Tesoro, si veda l'allegato 1 del presente Rapporto.

<sup>7</sup> Le attività di progettazione e manutenzione dei *database* e degli applicativi vengono svolte in collaborazione con l'ufficio di coordinamento informatico del Dipartimento del Tesoro e con SOGEL quale fornitore di architetture digitali e di servizi di assistenza. La Società Generale d'Informatica S.P.A. è la società di *Information Technology* posseduta al 100% dal Ministero dell'Economia e delle Finanze.

società che garantisce il servizio di gestione accentrata dei titoli di Stato - o dalla società che gestisce il mercato telematico dei titoli di Stato (MTS S.p.A.).

## ALLEGATO 3

### Il ruolo e la tipologia delle operazioni in derivati del Tesoro

Come evidenziato<sup>8</sup>, l'obiettivo di contenere il costo subordinatamente al mantenimento di un livello accettabile dei rischi sottesi alla struttura esistente del debito, attribuito al gestore del debito pubblico dalle *best practices* internazionali, non si esaurisce al momento dell'emissione ed in relazione alle condizioni di mercato allora esistenti, ma si realizza concretamente, in maniera dinamica, in un'azione continua, anche successiva all'emissione.

Tra gli strumenti che il gestore del debito pubblico ha a disposizione in epoca successiva all'emissione per intervenire su tali rischi vi sono, oltre alle operazioni di concambio e di riacquisto, i derivati di tasso d'interesse che consentono per l'appunto di contenere il rischio di tasso d'interesse, modificando la composizione dei tassi senza cambiare le caratteristiche dei titoli collocati presso gli investitori<sup>9</sup>. Eventuali disallineamenti tra la struttura di portafoglio risultante dall'esito dei collocamenti sul mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali ritenuti preferibili possono così essere colmati con l'uso dei derivati<sup>10</sup>, aumentando l'aderenza dell'azione del gestore del debito agli obiettivi programmatici e svincolando in parte il raggiungimento di tali obiettivi dagli andamenti registrati in sede di collocamento.

L'attività di emissione, specie nel caso italiano - considerata l'entità del debito - non può che essere gestita con continuità e prevedibilità, al fine di creare per i potenziali acquirenti dei titoli i presupposti tecnici dell'indispensabile liquidità dell'investimento.

<sup>8</sup> Per una indispensabile, più ampia disamina degli obiettivi perseguiti con l'utilizzo di strumenti derivati in quest'ottica di gestione del debito vedasi *supra*, Cap. I.1 nonché i documenti ivi citati.

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

<sup>10</sup> Un documento redatto congiuntamente da esperti di *best practice* dell'OCSE, del FMI e della Banca Mondiale nel 2008 rilevava la prassi adottata in proposito da molti gestori del debito sovrano, sottolineando che "*l'attuazione della strategia del debito può includere l'uso di derivati per separare le decisioni di finanziamento da quelle di composizione ottimale del portafoglio, ridurre il costo di indebitamento e gestire i rischi di portafoglio (in particolare il rischio di refixing del tasso di interesse e il rischio di rifinanziamento)*": "*The implementation of the debt strategy may include the use of derivatives to separate funding decision from the optimal portfolio composition decision, reduce the cost of borrowing, and manage risks in the portfolio (in particular interest rate refixing risk and refinancing risk)*". - OECD (2008) "*Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development: Key Conclusions*", consultabile all'indirizzo <http://www.oecd.org/fr/finances/dette-publique/39354012.pdf>.

L'esecuzione delle operazioni in derivati, invece, è sganciata da un calendario pre-stabilito, potendo essere perfezionata in qualunque momento le condizioni di mercato consentano di soddisfare le specifiche esigenze del gestore del debito: esse in tal modo contribuiscono a rimuovere un fattore di rigidità nell'azione gestionale del DMO.

Di seguito si riepilogano le caratteristiche funzionali delle tre tipologie di operazioni utilizzate ai fini della gestione del portafoglio di debito del Tesoro.

- Gli *swap* di valuta (*cross currency swap* - *CCS*) servono a trasformare sinteticamente le passività generate dalle emissioni obbligazionarie denominate in valuta estera in passività denominate in euro (lasciando inalterato il titolo in valuta acquistato dall'investitore), in modo tale che il rischio di cambio risulti eliminato per il Tesoro e che divenga possibile un raffronto diretto del costo dei finanziamenti ottenuti sui mercati internazionali con il costo del debito domestico. Come esposto in questo Rapporto, il programma di emissione internazionale permette di diversificare la base degli investitori istituzionali nel debito pubblico italiano e di ottenere condizioni di costo competitive rispetto a quelle del debito domestico.
- Gli *swap* di tasso d'interesse (*interest rate swap* - *IRS*) comportano uno scambio di flussi e, nel caso del Tesoro, di norma il pagamento di un tasso fisso contro l'incasso di un tasso variabile, usualmente su scadenze lunghe. Questo scambio produce un allungamento della durata finanziaria del debito e la logica sottostante è di evidente tipo cautelare **contro il rialzo dei tassi**, in un'ottica complessiva di gestione di portafoglio. Tale scelta è coerente con le esigenze di gestione del *trade-off* costo/rischio di portafoglio ed in particolare con le specificità della gestione del debito pubblico italiano come descritte nel Cap. I del presente Rapporto.
- Infine, le *receiver swaption*<sup>11</sup> svolgono un'analogia funzione (allungamento della durata finanziaria e mitigazione del rischio di tasso d'interesse), in questo caso eventuale ed abbinata ai benefici di cassa derivanti dalla vendita di una facoltà. Le opzioni vendute dal Tesoro conferiscono alla controparte contrattuale la facoltà di entrare, a una data futura, in un *interest rate swap* a condizioni prestabilite, dietro pagamento, al momento del perfezionamento del contratto, di una somma (premio) in favore del Tesoro. Gli *IRS* generati dall'esercizio delle *receiver swaption* vendute, al pari di quelli che non siano stati oggetto di vendita opzionale, sono generalmente *swap* a medio/lungo termine in cui il Tesoro, in caso di esercizio dell'opzione da parte della controparte, da una certa data paga un tasso fisso e riceve un tasso variabile. Lo *swap* oggetto di vendita opzionale si concretizza se le condizioni di mercato

---

<sup>11</sup> Si definisce *receiver swaption* un'opzione venduta/acquistata a/da una controparte che dia diritto all'acquirente di entrare, in una data futura, in uno *swap* in cui, su un determinato importo nozionale, l'acquirente pagherà un tasso variabile e riceverà un tasso fisso.

alla data di esercizio dell'opzione siano divenute favorevoli alla controparte del Tesoro (i tassi d'interesse siano scesi rispetto a quanto atteso dal mercato nel momento del perfezionamento del contratto); l'*IRS* eventualmente generato dall'esercizio dell'opzione svolge in ogni caso una funzione assicurativa per il Tesoro nel medio-lungo termine.

---

## APPENDICE STATISTICA

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

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

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

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

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

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

## TABELLE E GRAFICI

**EMISSIONI LORDE SUL MERCATO AL VALORE NOMINALE – TITOLI CON DURATA FINO A DUE ANNI (MILIARDI DI EURO)**

	flessibili	BOT			CTZ
		3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi
gen-15			15.400	8.413	4.977
feb-15			7.344	7.700	3.812
mar-15			7.062	6.502	2.300
apr-15			6.500	6.500	2.300
mag-15			6.000	7.142	2.278
giu-15			6.750	7.150	2.013
lug-15			7.150	7.067	-
ago-15			6.750	6.000	3.672
set-15			6.500	7.500	2.300
ott-15			6.000	7.100	2.013
nov-15			5.500	6.600	1.725
dic-15			-	5.500	-
gen-16			13.100	7.000	3.138
feb-16			6.875	6.500	-
mar-16			6.600	6.600	3.428
apr-16			6.600	6.075	-
mag-16			6.000	6.500	2.500
giu-16			6.406	6.500	-
lug-16			6.488	6.500	2.875
ago-16			6.000	6.600	-
set-16			6.600	6.750	2.500
ott-16			6.000	6.250	-
nov-16			6.000	6.000	4.550
dic-16			-	4.750	-
gen-17			13.000	7.700	2.500
feb-17			6.150	6.548	2.875
mar-17			6.500	6.500	2.875
apr-17			6.600	6.000	2.300
mag-17			6.000	7.150	3.554
giu-17			6.750	6.500	2.500
lug-17			6.500	6.750	2.300
ago-17			6.000	6.692	2.300
set-17			6.000	6.500	1.556
ott-17			6.000	6.000	3.900
nov-17			5.500	5.510	2.000
dic-17			-	4.750	-
gen-18			6.500	7.500	4.501
feb-18			6.500	6.500	2.300
mar-18			6.000	6.500	3.830
apr-18			6.000	6.000	2.300
mag-18			6.000	6.500	1.750
giu-18			6.050	6.600	2.013
lug-18			7.150	6.600	2.051
ago-18			6.450	6.000	2.013
set-18			6.103	6.600	2.013
ott-18			6.050	6.000	3.900
nov-18			6.000	5.500	2.500
dic-18			6.500	6.050	-

**EMISSIONI LORDE SUL MERCATO AL VALORE NOMINALE – TITOLI CON DURATA SUPERIORE A DUE ANNI (MILIONI DI EURO)**

	CCTeu	BTP €i					BTP								BTP Italia 4-6-8 anni
		5-7 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	20 anni	30 anni	50 anni	
gen-15	1.557	692	-	-	308	3.450	3.296	2.875	3.446	1.501	-	6.500	-	-	
feb-15	2.013	-	-	1.150	-	2.875	3.450	5.200	4.025	1.725	-	-	-	-	
mar-15	2.013	-	979	526	-	2.500	2.875	3.000	5.850	8.000	-	1.750	-	-	
apr-15	3.900	-	505	-	-	3.531	2.300	2.500	2.875	-	-	-	-	9.379	
mag-15	2.588	-	-	467	-	3.087	4.069	2.500	2.000	750	-	750	-	-	
giu-15	2.300	-	895	-	225	2.502	2.809	2.300	2.875	778	-	947	-	-	
lug-15	2.779	-	-	817	-	2.858	1.725	2.285	3.331	1.725	-	1.599	-	-	
ago-15	2.013	-	-	-	-	-	2.208	-	2.855	-	-	-	-	-	
set-15	1.725	-	522	-	-	2.270	2.197	5.015	4.474	-	-	1.695	-	-	
ott-15	3.900	-	-	3.500	-	3.691	2.300	2.875	3.450	1.150	-	-	-	-	
nov-15	1.717	-	-	412	-	2.160	4.000	2.790	2.181	-	-	-	-	-	
dic-15	1.000	-	-	-	-	-	2.500	-	1.687	-	-	-	-	-	
gen-16	1.637	-	550	-	-	2.001	2.394	3.450	2.588	2.013	-	-	-	-	
feb-16	2.013	-	-	946	-	2.240	2.588	2.875	3.450	-	-	9.000	-	-	
mar-16	2.300	-	-	-	293	2.108	2.588	5.200	5.200	1.725	-	-	-	-	
apr-16	1.725	-	863	-	-	3.501	4.214	2.821	3.047	-	6.500	1.374	-	8.014	
mag-16	3.771	3.000	-	-	-	2.548	2.293	2.723	2.501	1.500	-	-	-	-	
giu-16	2.300	-	-	805	-	2.000	2.502	3.000	3.002	-	-	1.259	-	-	
lug-16	2.013	1.150	-	-	-	2.069	2.875	2.504	2.875	1.251	1.750	-	-	-	
ago-16	2.300	-	-	-	-	-	2.300	-	5.850	-	-	-	-	-	
set-16	1847	-	-	939	-	2.000	3.231	4.000	3.365	-	1.250	-	-	-	
ott-16	2.300	-	669	-	-	4.000	4.001	2.506	2.875	2.065	-	-	5.000	5.220	
nov-16	3.250	792	-	-	414	2.750	2.750	2.250	2.500	-	-	1.312	-	-	
dic-16	3.400	-	-	-	-	-	2.013	-	1.725	-	-	-	-	-	
gen-17	2.013	-	-	1.105	-	3.001	2.500	2.750	1.725	6.000	1.500	-	-	-	
feb-17	2.588	828	-	-	-	3.163	3.163	2.875	5.200	-	-	1.516	-	-	
mar-17	2.196	-	3.000	-	-	2.750	5.200	3.500	2.300	1.387	-	-	-	-	
apr-17	2.661	738	-	512	-	5.850	2.251	2.875	2.500	-	2.400	-	750	-	
mag-17	4.550	-	984	-	472	2.819	2.875	2.588	3.163	-	-	1.251	-	8.590	
giu-17	2.013	539	-	-	-	2.875	3.450	3.450	3.163	-	-	6.500	-	-	
lug-17	1.725	-	1.438	-	-	2.838	2.875	2.695	5.047	1.471	-	-	-	-	
ago-17	1.725	-	-	-	-	-	4.891	-	2.588	-	-	-	-	-	
set-17	2.013	791	-	709	-	2.501	3.450	4.001	2.875	-	1.500	-	-	-	
ott-17	1.725	-	1.438	-	-	5.200	2.875	2.300	2.300	-	-	1.713	-	-	
nov-17	4.550	-	-	-	-	2.002	2.875	2.729	2.875	1.577	-	-	-	7.107	
dic-17	2.013	-	-	-	-	-	-	-	2.013	-	-	-	-	-	
gen-18	2.001	914	-	836	-	3.000	2.414	3.431	1.500	-	9.000	-	-	-	
feb-18	2.300	1.008	1.292	-	-	2.875	1.798	3.090	5.463	-	-	2.250	883	-	
mar-18	1.973	3.250	-	-	-	2.875	5.200	5.200	2.300	1.290	-	-	-	-	
apr-18	2.300	-	1.334	708	-	5.200	2.875	2.875	3.450	-	1.464	1.575	-	-	
mag-18	3.502	-	604	-	-	3.116	2.750	2.875	3.000	1.552	-	-	-	7.709	
giu-18	2.300	964	1.270	-	494	2.300	2.013	2.467	2.158	-	-	1.045	-	-	
lug-18	2.300	-	-	-	-	2.300	2.000	2.300	2.688	1.500	1.500	-	-	-	
ago-18	1.725	-	-	-	-	-	2.300	-	4.999	-	-	-	-	-	
set-18	755	-	-	1.200	-	2.526	3.750	4.856	2.250	-	-	1.800	-	-	
ott-18	1.250	-	1.146	-	-	4.550	2.000	1.725	2.000	1.130	-	-	-	-	
nov-18	1.060	1.000	-	-	-	2.758	2.276	1.898	2.750	-	1.500	-	-	2.164	
dic-18	702	-	-	-	-	-	2.300	-	2.588	-	-	-	-	-	

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

**EMISSIONI LORDE SUL MERCATO AL VALORE NOMINALE – RIAPERTURE TITOLI OFF THE RUN (MILIONI DI EURO)**

	CCT	BTPEi			BTP			
	inf. a 7 anni	2 - 10anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni	2 - 5 anni	6 - 10 anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni
gen-15	-	-	-	-	-	-	-	-
feb-15	-	-	-	-	-	-	-	-
mar-15	-	-	-	-	-	-	-	-
apr-15	-	358	-	-	-	-	1.500	-
mag-15	-	533	-	-	-	-	-	-
giu-15	-	-	-	-	-	-	-	-
lug-15	-	-	-	-	-	-	-	-
ago-15	-	-	-	-	-	-	-	-
set-15	-	564	-	-	-	-	-	-
ott-15	-	-	-	-	-	-	-	-
nov-15	-	614	-	-	-	-	-	1.150
dic-15	-	-	-	-	-	-	-	-
gen-16	-	600	-	-	-	-	-	-
feb-16	-	-	-	-	-	-	1.150	-
mar-16	-	570	-	-	-	-	-	-
apr-16	-	-	-	-	-	-	707	-
mag-16	-	-	-	-	-	-	1.000	-
giu-16	-	-	-	-	-	-	-	742
lug-16	-	-	-	-	-	-	-	-
ago-16	-	-	-	-	-	-	-	-
set-16	-	-	-	-	-	-	-	750
ott-16	-	832	-	-	-	-	-	-
nov-16	-	-	-	-	-	-	-	605
dic-16	1150	-	-	-	-	-	-	-
gen-17	-	-	-	-	-	1.005	-	-
feb-17	-	536	-	-	1.150	-	-	1.184
mar-17	1.254	-	-	-	-	1.150	-	1.562
apr-17	-	-	-	-	1.000	-	1.200	-
mag-17	-	-	-	-	-	-	-	1.499
giu-17	-	461	-	-	-	-	-	-
lug-17	-	-	-	-	-	-	-	929
ago-17	-	-	-	-	-	-	-	-
set-17	-	-	-	-	-	-	-	-
ott-17	-	-	-	-	-	-	-	-
nov-17	-	-	-	-	-	-	-	-
dic-17	-	-	-	-	-	-	-	-
gen-18	-	-	-	-	-	1.000	-	-
feb-18	-	-	-	-	-	-	-	-
mar-18	-	-	-	-	-	-	-	960
apr-18	-	-	-	-	-	-	-	-
mag-18	-	647	-	-	-	-	-	-
giu-18	-	-	-	-	-	-	-	468
lug-18	-	-	-	-	-	-	-	-
ago-18	-	-	-	-	-	-	-	-
set-18	996	-	-	-	-	-	-	-
ott-18	-	-	-	-	-	-	-	670
nov-18	-	-	-	-	-	-	-	-
dic-18	700	-	-	-	-	-	-	-

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

RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO (medie ponderate mensili)																	
	BOT		CTZ	CCTeu	BTPci (*)				BTP							BTP Italia (*)	
	6	12	24	5-7	5	10	15	30	3	5	7	10	15	20	30	50	4-6-8
	mesi	mesi	mesi	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni	anni
gen-15	0,229	0,735	1,194		2,26				1,51	2,71	3,17	4,11	4,26				
feb-15	0,090	0,676	0,822	1,79	2,01				1,41	2,43	3,02	3,81			4,59		
mar-15	0,040	0,592	0,707	1,56		3,43			1,12	2,14	2,71	3,42	3,85				
apr-15	0,000	0,589	0,786	1,30		3,16	3,32		0,93	1,88	2,44	3,29			4,27		2,10
mag-15	0,004	0,650	0,786	1,32	1,41				1,07	1,84	2,29	3,22	3,58				
giu-15	0,060	0,495	0,591	1,38			2,87		0,89	1,62	2,12	3,01			4,05		
lug-15	0,007	0,387	0,428	1,24	0,97		2,93		0,84	1,35	2,17	2,81	3,44				
ago-15	0,007	0,279	0,326	1,12						1,20		2,60					
set-15	0,023	0,271	0,385	1,16		2,31		3,57	0,52	1,10	1,71	2,39	3,03				
ott-15	-0,055	0,301	0,692	1,08		2,50	2,78		0,70	1,06	1,71	2,45			3,66		1,49
nov-15	-0,112	0,335		1,25					0,77	1,23	1,74	2,44	2,97				
dic-15	-	0,418		1,10						0,94		2,08					
gen-16	-0,059	0,243	0,401	0,96	0,55			2,53	0,61	0,98	1,29	1,89	2,46			3,29	
feb-16	-0,042	0,209	0,219	0,87			1,58		0,44	0,89	1,23	1,62	2,10				
mar-16	-0,050	0,079	0,162	0,62		1,31	1,42		0,15	0,56	0,71	1,36	1,69		1,86		
apr-16	-0,172	0,013	0,079	0,71		1,41			0,23	0,55	0,89	1,34					1,10
mag-16	-0,262	0,027	0,062	0,76			2,05		0,32	0,63	1,31	1,40	2,32		2,92		
giu-16	-0,150	0,061	0,204	0,78		2,14		3,27	0,50	0,85	1,76	1,83	2,77		3,36		
lug-16	-0,185	0,124		1,08			2,02		0,48	1,25	1,60	2,35	2,63		3,24		
ago-16	-0,236	0,011	0,166	0,67						0,77		1,83					
set-16	-0,257	0,028	0,116	0,65		1,72			0,24	0,84	1,37	1,95			2,96		
ott-16	-0,295	0,023	-0,023	0,76			2,24		0,25	0,71	1,24	1,82	2,14				
nov-16	-0,199	-0,030	-0,095	0,59			1,91		0,11	0,53	0,98	1,48					
dic-16	-	-0,003		0,51						0,37		1,36					
gen-17	-0,301	-0,074	-0,113	0,42		1,35			0,02	0,57	0,99	1,59	2,03				
feb-17	-0,294	-0,032		0,47			1,95		0,11	0,42	1,05	1,44			2,76		
mar-17	-0,294	-0,068	-0,063	0,58				2,33	-0,05	0,44	0,79	1,50	1,84				
apr-17	-0,326	-0,081		0,44		1,34			0,05	0,34	0,82	1,24		2,30	2,49		1,14
mag-17	-0,358	-0,140	-0,137	0,59	0,71				0,04	0,49	0,87	1,51	1,99				
giu-17	-0,372	-0,122		0,53			1,79		0,08	0,40	0,83	1,42			2,49		
lug-17	-0,362	-0,176	-0,150	0,57	0,45				-0,04	0,33	0,63	1,35	1,57	1,88			
ago-17	-0,356	-0,190		0,38						0,26		1,24					
set-17	-0,382	-0,175	-0,216	0,32			1,50		-0,02	0,19	0,69	1,14		1,91			
ott-17	-0,400	-0,238		0,33		1,08			0,03	0,28	0,83	1,21	1,77			2,85	1,13
nov-17	-0,436	-0,217	-0,283	0,59	1,12			3,09	0,30	0,57	1,37	1,60			3,14		
dic-17	-	-0,196		0,99						0,91		1,97					
gen-18	-0,437	-0,250	-0,071	0,58			2,52		0,06	0,54	1,15	1,77	2,53	2,53			
feb-18	-0,403	-0,247	0,029	0,73	1,14				0,25	0,92	1,59	2,37			3,43		
mar-18	-0,430	-0,226	-0,085	0,79		2,50			0,37	1,11	1,90	2,28	2,87				
apr-18	-0,421	-0,239	-0,075	0,70	0,93		2,45		0,47	1,04	1,69	2,25		2,84		3,44	
mag-18	1,213	-0,304	-0,078	0,93		2,23		3,08	0,37	1,04	1,65	2,29			3,32		1,16
giu-18	0,092	-0,351	-0,167	0,92	0,64				0,15	0,88	1,35	2,15			3,54		
lug-18	0,066	-0,352	-0,160	0,83		2,26			0,23	0,81	1,57	2,16	2,77				
ago-18	0,438	-0,337	-0,139	0,77						0,88		2,16					
set-18	0,206	-0,326	-0,220	0,81	0,69		2,52		0,05	0,84	1,52	2,09		2,74			
ott-18	0,159	-0,334	-0,167	0,75		2,14			0,15	0,83	1,53	2,19			3,33		
nov-18	0,163	-0,395	-0,337	0,60					-0,02	0,58	1,21	1,86	2,38				0,93
dic-18	-	-0,407		0,46								1,73					

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

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

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

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

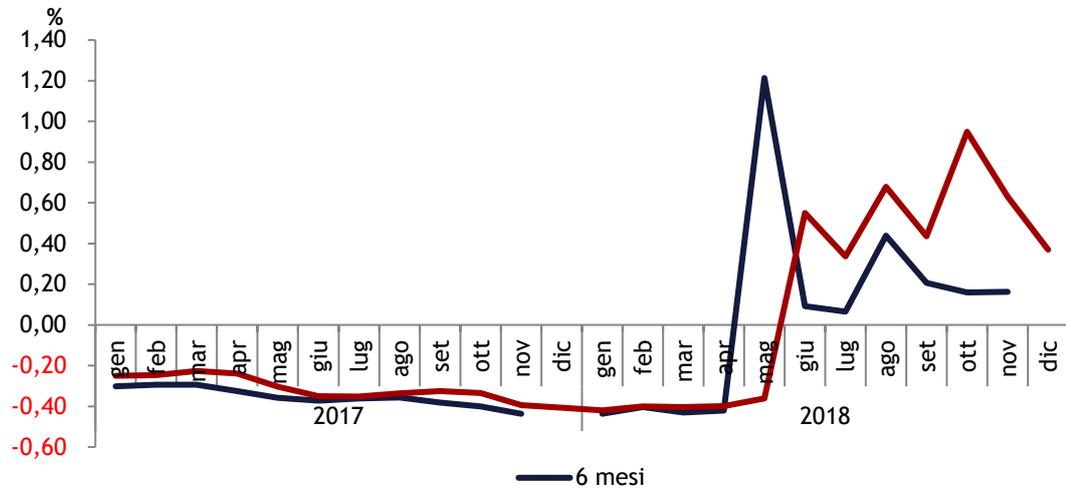
**RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO – RIAPERTURE TITOLI OFF THE RUN (MEDIE PONDERATE MENSILI)**

	BTP€i(*)				BTP			
	CCT inf. a 7 anni	2 – 10 anni	11 – 15 anni	16 - 30 anni	2 - 5 anni	6 - 10 anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni
gen-15	-	-	-	-	-	-	-	-
feb-15	-	-	-	-	-	-	-	-
mar-15	-	-	-	-	-	-	-	-
apr-15	-	0,94	-	-	-	-	1,64	-
mag-15	-	1,66	-	-	-	-	-	-
giu-15	-	-	-	-	-	-	-	-
lug-15	-	-	-	-	-	-	-	-
ago-15	-	-	-	-	-	-	-	-
set-15	-	1,08	-	-	-	-	-	-
ott-15	-	-	-	-	-	-	-	-
nov-15	-	1,06	-	-	-	-	-	2,67
dic-15	-	-	-	-	-	-	-	-
gen-16	-	1,54	-	-	-	-	-	-
feb-16	-	-	-	-	-	-	2,08	-
mar-16	-	1,27	-	-	-	-	-	-
apr-16	-	-	-	-	-	-	1,71	-
mag-16	-	-	-	-	-	-	1,9	-
giu-16	-	-	-	-	-	-	-	2,44
lug-16	-	-	-	-	-	-	-	-
ago-16	-	-	-	-	-	-	-	-
set-16	-	-	-	-	-	-	-	2,28
ott-16	-	1,34	-	-	-	-	-	-
nov-16	-	-	-	-	-	-	-	3,05
dic-16	0,67	-	-	-	-	-	-	-
gen-17	-	-	-	-	-	1,71	-	-
feb-17	-	2,2	-	-	0,37	-	-	3,31
mar-17	0,53	-	-	-	-	2,05	-	3,42
apr-17	-	-	-	-	0,4	-	2,53	-
mag-17	-	-	-	-	-	-	-	3,38
giu-17	-	1,72	-	-	-	-	-	-
lug-17	-	-	-	-	-	-	-	2,93
ago-17	-	-	-	-	-	-	-	-
set-17	-	-	-	-	-	-	-	-
ott-17	-	-	-	-	-	-	-	-
nov-17	-	-	-	-	-	-	-	-
dic-17	-	-	-	-	-	-	-	-
gen-18	-	-	-	-	-	1,83	-	-
feb-18	-	-	-	-	-	-	-	-
mar-18	-	-	-	-	-	-	-	2,92
apr-18	-	-	-	-	-	-	-	-
mag-18	-	1,08	-	-	-	-	-	-
giu-18	-	-	-	-	-	-	-	3,42
lug-18	-	-	-	-	-	-	-	-
ago-18	-	-	-	-	-	-	-	-
set-18	2,32	-	-	-	-	-	-	-
ott-18	-	-	-	-	-	-	-	3,79
nov-18	-	-	-	-	-	-	-	-
dic-18	2,22	-	-	-	-	-	-	-

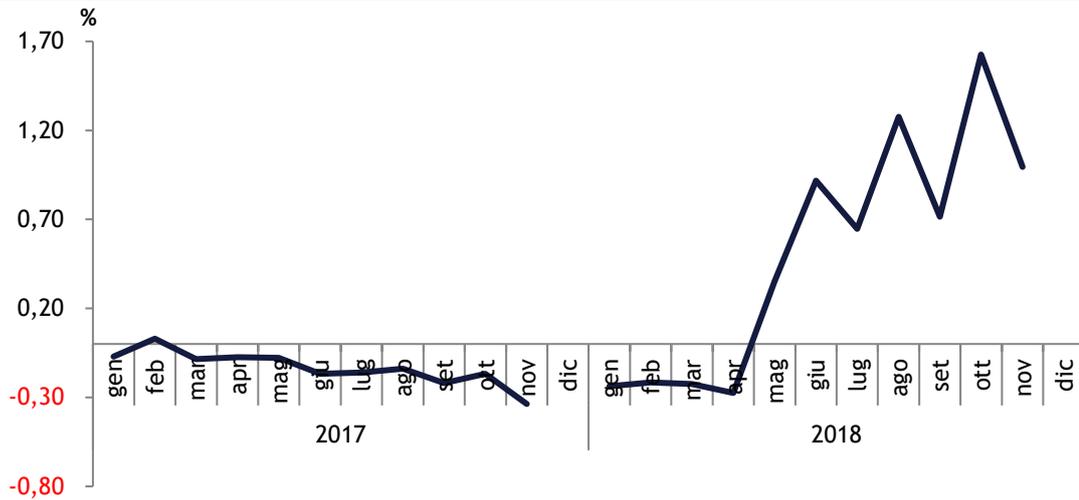
N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio

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

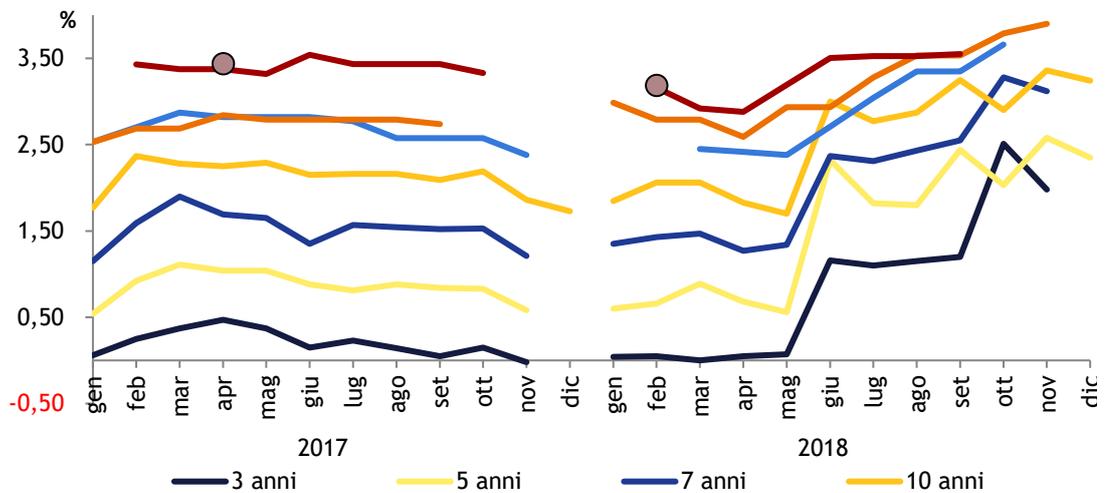
**BOT: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE**



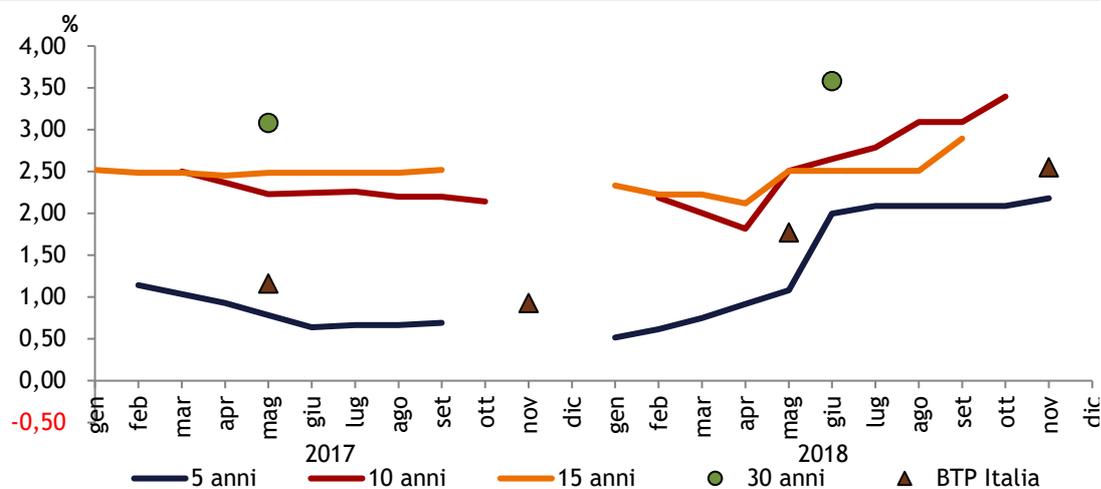
**CTZ: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE**



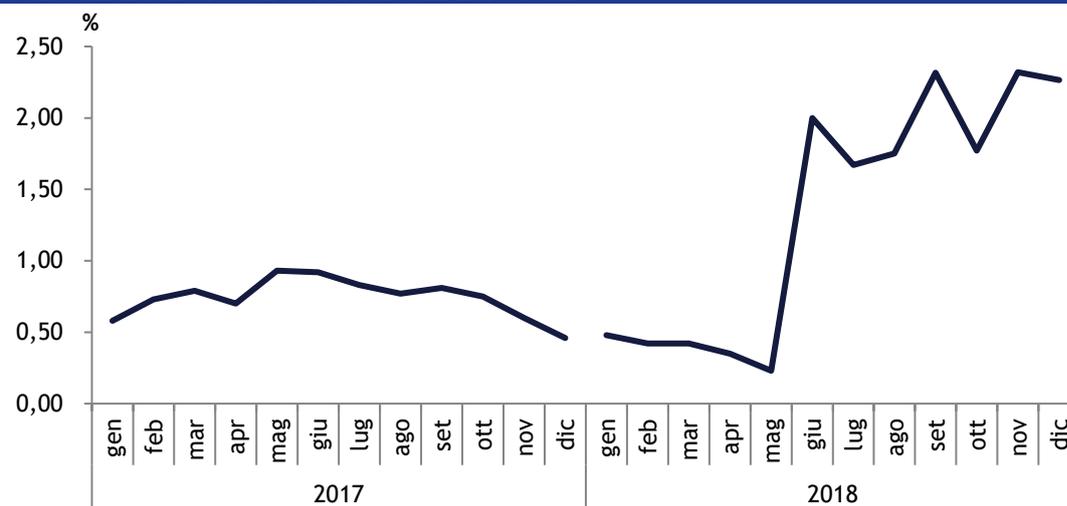
**BTP: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE**



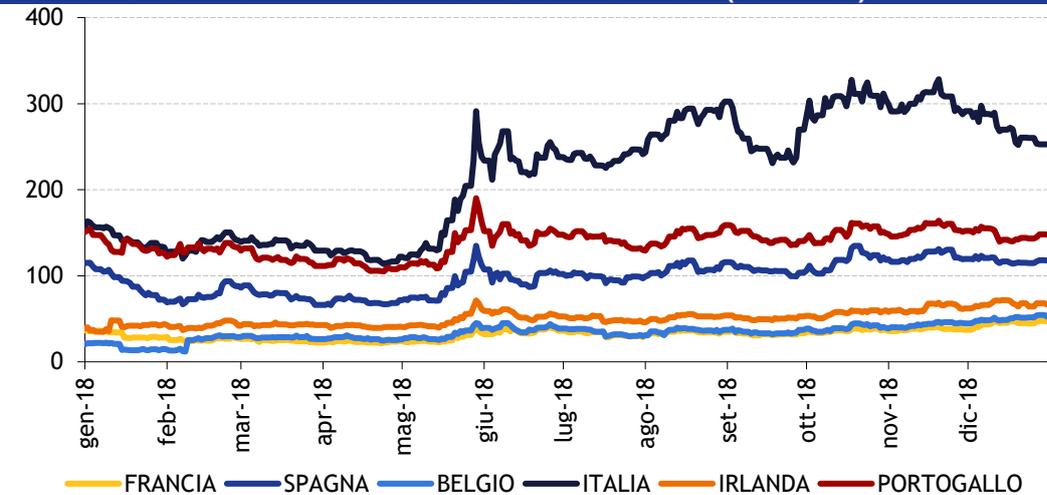
**BTP ITALIA E BTPCi: RENDIMENTI ATTESI**

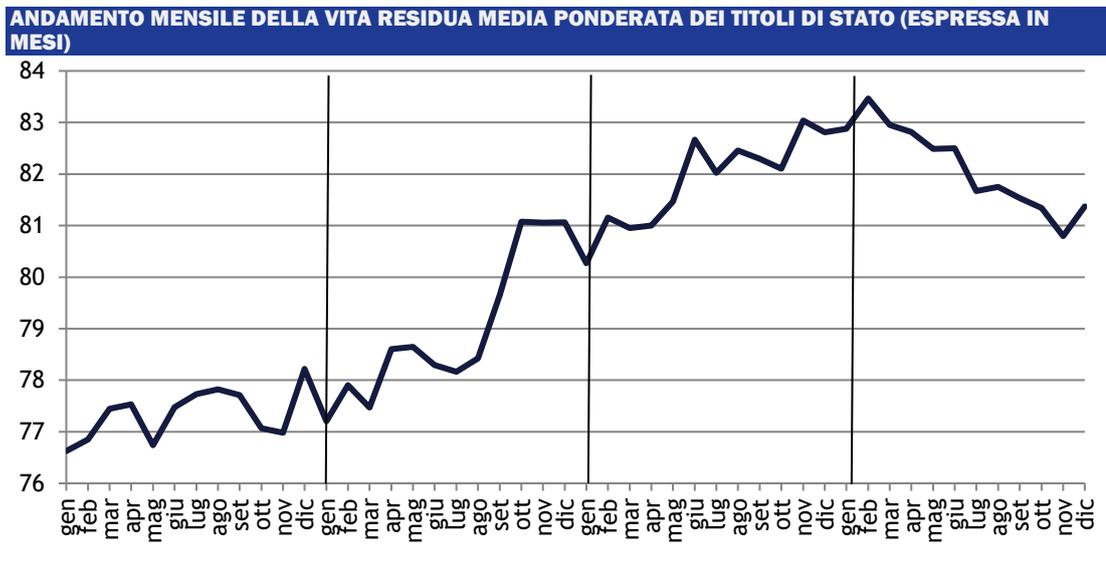
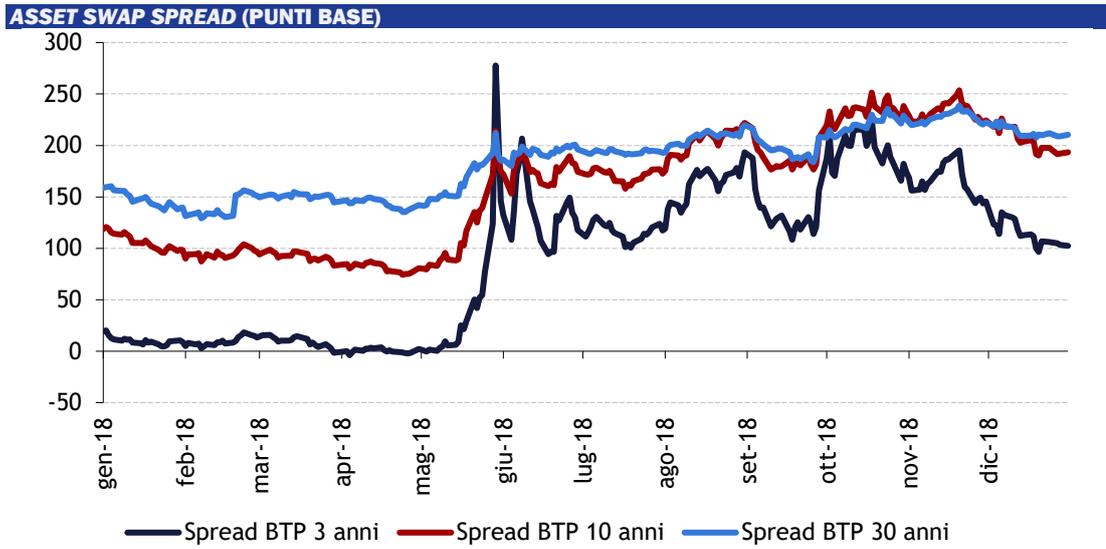


**CCTEU: RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE**



**SPREAD DEI TITOLI DECENNALI DELL'AREA EURO RISPETTO AL BUND (PUNTI BASE)**









MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE