



Dipartimento
del Tesoro

Dipartimento del Tesoro
Direzione II – Debito pubblico



Rapporto sul debito Pubblico 2023





MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE

RAPPORTO SUL DEBITO PUBBLICO 2023

INDICE

INDICE	I
INDICE DELLE TABELLE	II
INDICE DEI GRAFICI E DELLE FIGURE	III
PREFAZIONE	V
I. OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2023	1
I.1 Gli obiettivi del Tesoro e i rischi della gestione del debito nella prassi internazionale	1
I.2 Il quadro istituzionale di riferimento degli obiettivi per il 2023	2
I.3 Il contenimento del costo del debito con attenzione al profilo costo/rischio	6
I.4 Monitoraggio e gestione del conto disponibilità mirati alla stabilizzazione del saldo	14
II. L'ANDAMENTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO ITALIANI NEL CONTESTO INTERNAZIONALE	17
II.1 Le politiche monetarie e i riflessi sul mercato monetario dell'area euro	17
II.2 I mercati obbligazionari dell'area euro	19
II.3 L'andamento del mercato dei titoli di Stato italiani	23
III. LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2023	41
III.1 La consistenza del debito pubblico	41
III.2 I risultati della gestione in relazione agli obiettivi	42
III.3 L'attività in titoli di Stato	49
III.4 La gestione del portafoglio di derivati	73
III.5 La gestione della liquidità del Tesoro	78

INDICE DELLE TABELLE

Tabella I.1:	I titoli di Stato domestici	3
Tabella I.2:	Obiettivi di composizione percentuale del portafoglio di debito a fine 2022	4
Tabella III.1:	Vita media dello <i>stock</i> di titoli di Stato (in anni)	47
Tabella III.2:	Andamento di <i>duration</i> e ARP negli anni 2022-2023 relativamente allo <i>stock</i> di titoli di Stato, ante derivati, e prestiti europei (in anni)	48
Tabella III.3:	Andamento di <i>duration</i> e ARP negli anni 2022-2023 relativamente allo <i>stock</i> di titoli di Stato, post derivati, e prestiti europei (in anni)	48
Tabella III.4:	Emissioni, scadenze e copertura del fabbisogno del settore statale (milioni di euro)	50
Tabella III.5:	Titoli di stato emessi al netto delle operazioni di concambio (milioni di euro)	50
Tabella III.6:	Distribuzione geografica delle aggiudicazioni in emissioni sindacate di Btp nominali nel 2023	55
Tabella III.7:	Distribuzione per categoria di investitori delle aggiudicazioni in emissioni sindacate di Btp nominali nel 2023	56
Tabella III.8:	Composizione delle emissioni 2021-2023 in valore assoluto (milioni di euro) e percentuale (inclusi i concambi)	71
Tabella III.9:	Portafoglio di strumenti derivati - anni 2022 e 2023 (milioni di euro)	75
Tabella III.10:	Conto disponibilità e impieghi della liquidità del tesoro a fine mese nel 2023 (milioni di euro)	82

INDICE DEI GRAFICI E DELLE FIGURE

Grafico I.1: Profilo annuale delle scadenze – titoli a medio-lungo termine in essere al 31.12.22 (milioni di euro)	7
Grafico I.2: Profilo mensile delle scadenze – titoli a medio-lungo termine in essere al 31.12.2022 (milioni di euro)	8
Grafico I.3: Composizione dei portafogli di emissione alternativi analizzati per l'anno 2023 (milioni di euro)	10
Grafico II.1: Andamento dei principali tassi del mercato monetario 2022-2023 (valori percentuali)	18
Grafico II.2: Evoluzione dei rendimenti dei titoli di stato europei - scadenza 10 anni (valori percentuali)	20
Figura 1: Acquisti netti mensili a valore sui programmi PSPP e PEPP (in € miliardi)	21
Figura 2: Volumi (€ mld) annuali e vita media (in anni) dello stock di titoli di stato italiani acquistati dalla bce nell'ambito del programma PSPP	22
Grafico II.3: Tassi di mercato sui titoli di stato per scadenze da 2 a 50 anni (valori percentuali)	23
Grafico II.4: Differenziale di rendimento titoli di stato 10 anni vs 2 anni (in punti base)	24
Grafico II.5: Differenziale di rendimento titoli di stato 30 anni vs 10 anni (in punti base)	24
Grafico II.6: Differenziale di rendimento Btp-Bund, Bonos-Bund e Oat-Bund, benchmark 10 anni (in punti base)	26
Grafico II.7: Volumi mensili negoziati sulla piattaforma MTS (milioni di euro; <i>single-counted</i>)	27
Grafico II.8: Volumi trimestrali negoziati su MTS, distinti per comparto (milioni di euro; <i>single-counted</i>)	28
Grafico II.9: Volumi trimestrali negoziati sulla piattaforma MTS per scadenza (milioni di euro; <i>single-counted</i>)	28
Grafico II.10a: Differenziale denaro-lettera in punti base su Ccteu, Btp 3, 5 e 7 anni benchmark, rilevato sulla piattaforma MTS – medie mensili	29
Grafico II.10b: Differenziale denaro-lettera in punti base su Btp 10, 15, 20, 30, 50 anni e Btp Green benchmark, rilevato sulla piattaforma MTS – medie mensili	30
Grafico II.10c: Differenziale denaro-lettera in punti base su Btp€i 5 e 10 anni benchmark, rilevato sulla piattaforma MTS – medie mensili	30
Grafico II.10d: Slope giornaliera su Btp 10 anni benchmark (scala logaritmica) rilevata sulla piattaforma MTS	31
Grafico II.11: Volumi annuali negoziati nel 2022 e nel 2023 sulla piattaforma MTS, per scadenza di contratto (milioni di euro)	33
Grafico II.12: Volumi mensili negoziati nel 2023 sulla piattaforma MTS, per scadenza di contratto (milioni di euro)	33
Grafico II.13: Volumi negoziati mensili sul contratto <i>special repo</i> sulla piattaforma MTS (milioni di euro)	34

Grafico II.14: Volumi mensili negoziati dagli specialisti su piattaforme diverse da MTS (milioni di euro)	35
Grafico II.15: Volumi trimestrali negoziati dagli specialisti per tipologia di controparte - gestori di fondi, banche, fondi pensione ed assicurativi, <i>hedge fund</i> (milioni di euro)	36
Grafico II.16: Volumi trimestrali negoziati dagli specialisti per tipologia di residenza della controparte (milioni di euro)	37
Grafico II.17: 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 %)	38
Grafico II.18: Volumi di lotti scambiati e <i>open interest</i> del contratto Btp- <i>future</i> negoziati sulla scadenza decennale sul mercato Eurex	39
Grafico III.1: Evoluzione del rapporto Debito/PIL - 2013-2023	41
Grafico III.2: Composizione dello <i>stock</i> di titoli di stato al 31 dicembre 2023 ed al 31 dicembre 2022	43
Grafico III.3: Costo medio all'emissione dei titoli di stato - anni 2007-2023 (in punti percentuali)	44
Grafico III.4: Costo medio di cassa dello <i>stock</i> di titoli di stato e arp pre e post derivati - anni 2016-2023 (in punti percentuali)	45
Grafico III.5: Scadenze per classi di vita residua anni 2021-2023	46
Grafico III.6: Evoluzione della struttura e della vita media del debito (in anni)	47
Grafico III.7: Rendimento all'emissione del Bot 12 mesi - anni 2022-23 (tassi in %) e <i>spread</i> rendimento Bot annuale vs tasso Euribor - anni 2022-23 (in punti base)	53
Grafico III.8: Rendimento all'emissione del Bot 6 mesi - anni 2022-23 (tassi in %) e <i>spread</i> rendimento Bot semestrale vs tasso Euribor - anni 2022-23 (in punti base)	53
Grafico III.9: Rendimenti all'emissione dei Btp con scadenza tra 2 e 10 anni nel 2023 (in punti percentuali)	59
Figura 3: Composizione per tipologia di controparte degli ordini portati nelle aste dei Btp nominali da parte degli specialisti in titoli di stato - anni 2022-2023	60
Figura 4: Composizione per area geografica degli ordini portati nelle aste dei Btp nominali da parte degli specialisti in titoli di stato - anni 2022-2023	61
Grafico III.10: <i>Break even inflation</i> (BEI) a 10 anni 2022-2023 (in punti base)	63
Grafico III.11: Rendimenti all'emissione dei Ccteu nel 2023 (in punti percentuali)	66
Grafico III.12: Ammontare riacquistato nelle operazioni straordinarie - anni 2018-2023 (importi nominali in milioni di euro)	68
Grafico III.13: Distribuzione dei titoli di Stato riacquistati nelle operazioni straordinarie svolte nel 2023 (importi nominali in milioni di euro)	69
Grafico III.14: Confronto fra l'evoluzione prospettica del nozionale del portafoglio derivati in essere, rispettivamente, al 31/12/2022 ed al 31/12/2023, nell'ipotesi di esercizio delle <i>swaption</i> (milioni di euro)	77
Grafico III.15: Variazioni medie infra-mensili delle disponibilita' liquide del Tesoro - scarti rispetto al minimo del mese - anno 2023 (milioni di euro)	79
Grafico III.16: Scarto tra saldo massimo e minimo mensile delle disponibilita' liquide del Tesoro - anni 2022 e 2023 (importi in milioni di euro)	80
Grafico III.17: Composizione della liquidità del Tesoro - valori medi anno 2022 vs 2023 (in percentuale)	81

PREFAZIONE

Il Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico italiano per il 2023 si pone nel solco delle scorse edizioni e segue il formato introdotto a partire da quella per l'anno 2021.

Il Rapporto ripercorre un anno caratterizzato da numerosi eventi geopolitici ed economici a livello internazionale e nazionale che, in modo più o meno significativo, hanno influenzato l'andamento dei mercati finanziari e in particolare quelli del reddito fisso. Nello stesso anno la salita dei tassi di interesse europei è proseguita ma con un ritmo decisamente inferiore, per poi arrestarsi completamente all'inizio dell'ultimo trimestre con il crescere delle aspettative di una possibile inversione di direzione della politica monetaria (a fronte di risultati importanti in termini di contenimento dell'inflazione ottenuti dalle banche centrali).

Questo andamento ha consentito quindi un primo e rilevante arresto della salita dei tassi sui collocamenti dei titoli di Stato che poi nell'ultimo trimestre sono tornati a scendere in modo deciso.

Il Tesoro ha dovuto gestire questo contesto a fronte dell'esigenza di una provvista finanziaria aumentata sensibilmente rispetto al 2022 a causa di una decisa risalita del fabbisogno di cassa dello Stato, spinto anche dagli effetti dei crediti fiscali introdotti durante gli anni della pandemia. Alla fine dell'anno, tuttavia, la struttura del debito è rimasta sostanzialmente in linea con quella di fine 2022, a testimonianza che l'esposizione ai principali rischi di mercato non è stata di fatto impattata, nonostante il maggiore sforzo di raccolta sul mercato. A tale scopo il ricorso ai numerosi strumenti di gestione introdotti negli anni in termini di modalità di emissione, prodotti offerti sul mercato, gestione degli strumenti in circolazione e del cash management è stato del tutto cruciale.

Il Rapporto esamina gli obiettivi da cui si era partiti a fine 2022 e analizza le attività di gestione poste in essere nel corso dell'anno dopo ampia descrizione del contesto di mercato con cui ci si è confrontati.

I. OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2023

I.1 GLI OBIETTIVI DEL TESORO E I RISCHI DELLA GESTIONE DEL DEBITO NELLA PRASSI INTERNAZIONALE

La gestione del debito pubblico del Tesoro è da sempre allineata alle migliori prassi internazionali e si svolge coerentemente alle raccomandazioni delle principali istituzioni finanziarie multilaterali ed alle metodologie dei gestori del debito pubblico (detti DMO - *Debt Management Office* nella terminologia internazionale) dei Paesi avanzati.

Le principali tipologie di rischio affrontate dai gestori del debito pubblico appartengono alla categoria dei rischi di mercato, che includono i rischi di tasso d'interesse e di cambio, e a quelle dei rischi di rifinanziamento, di liquidità e di credito. Ad essi si aggiunge il rischio operativo. Molti tra questi rischi implicano, con modalità diverse, un inatteso aumento del costo del debito tale da poter comprometterne la sostenibilità.

Le *best practice* internazionali suggeriscono che strutture del portafoglio di debito pubblico troppo sbilanciate sul breve termine o su strumenti a tasso variabile siano da evitare. Tali strutture possono aumentare la vulnerabilità economica e finanziaria di un Paese¹.

Esse, infatti, comportano una riduzione del costo nel breve periodo ma implicano una maggiore volatilità della spesa per interessi e aumentano i rischi di rifinanziamento e di tasso insiti nel portafoglio di debito e, di conseguenza, nel bilancio pubblico². D'altra parte, nelle condizioni normalmente prevalenti sui mercati finanziari, e prescindendo dal merito creditizio dell'emittente, la spesa per interessi relativa ai titoli a più lungo termine è maggiore, ancorché durate lunghe offrano il vantaggio di ridurre efficacemente i rischi di rifinanziamento e di tasso.

Al gestore del debito pubblico, però, viene richiesto di perseguire entrambi gli obiettivi: ridurre il costo del debito e, nel contempo, contenere i rischi di mercato.

¹ Considerazioni al riguardo possono essere reperite in [Guide to the Debt Management Performance Assessment \(DeMPA\) Tool, World Bank 2009](#).

² 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, incluso 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. Ulteriori informazioni sono reperibili nel *Policy Research Working Paper*, dell'ottobre 2018, della Banca Mondiale [How Do Countries Use an Asset and Liability Management Approach? A Survey on Sovereign Balance Sheet Management](#).

In concreto, quindi, 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 effettivamente percorribili, quella combinazione costo-rischio che si ritenga soddisfacente³ in relazione alle caratteristiche del portafoglio ed alle strategie complessive. Questo *trade-off* non è quindi identico per tutti i DMO e pertanto viene trattato diversamente dai gestori del debito pubblico di ciascun Paese, secondo le specificità che lo caratterizzano a partire dalle dimensioni rispetto al sistema economico nazionale, al portafoglio di strumenti che ne contraddistinguono la composizione, al mercato di riferimento nonché alle politiche fiscali perseguite. In Italia, l'approccio seguito è stato particolarmente prudente a causa dell'ampiezza del debito (fra i più elevati al mondo in valore assoluto), che dà luogo ad un costo aggiuntivo idiosincratico tale da non consentire strategie opportunistiche ma piuttosto da spingere a privilegiare continuità, prevedibilità e un approccio di lungo periodo.

Naturalmente, il compito assegnato al DMO di contenere il costo del debito subordinatamente ad un livello accettabile dei rischi non può considerarsi esaurito al momento della singola emissione ed in relazione alle condizioni di mercato del momento del collocamento. La struttura stessa del debito pubblico, costituito da un ampio e diversificato portafoglio di strumenti finanziari con caratteristiche e scadenze differenti, rende necessaria una gestione continuativa anche successivamente all'emissione, condotta con strumenti idonei in maniera dinamica ed in relazione agli sviluppi del mercato.

I.2 IL QUADRO ISTITUZIONALE DI RIFERIMENTO DEGLI OBIETTIVI PER IL 2023

Il debito pubblico è costituito dalla somma delle passività a carico del settore delle Pubbliche Amministrazioni, articolato nei sottosettori delle Amministrazioni centrali, degli Enti territoriali e degli Istituti previdenziali pubblici. Di tale aggregato, la gran parte è rappresentata dai titoli di Stato, cioè i titoli emessi dal Tesoro sia sul mercato domestico sia su quello estero.

Il presente Rapporto, come per gli scorsi anni⁴, si riferisce ai titoli di Stato in circolazione - oggetto della normativa speciale rappresentata dal Testo Unico del Debito Pubblico⁵ (TUDP) - le cui caratteristiche principali sono riassunte nella Tabella I.1.

³ 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 comportano spesso 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*".

⁴ Tutte le edizioni del Rapporto Annuale sul Debito pubblico sono reperibili all'indirizzo: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/presentazioni_studi_relazioni/.

⁵ Testo Unico delle disposizioni legislative e regolamentari in materia di debito pubblico (Decreto del Presidente della Repubblica del 30 dicembre 2003, n.398).

TABELLA I.1: I TITOLI DI STATO DOMESTICI								
	BOT ¹	CCTeu ²	BTP ³	BTP Green ⁴	BTP€i ³	BTP Italia ⁵	BTP Futura ⁵	BTP Valore (emissioni 2023) ⁵
	Buoni Ordinari del Tesoro	Certificati di Credito del Tesoro	Buoni del Tesoro Poliennali	Buoni del Tesoro Poliennali per il finanziamento di spese con positivo impatto ambientale.	Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea	Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione italiana	Buoni del Tesoro Poliennali <i>step-up</i> dedicati al pubblico <i>retail</i>	Buoni del Tesoro Poliennali dedicati al pubblico <i>retail</i>
Scadenza	3, 6, 12 mesi, oltre a eventuali altre durate inferiori alle standard	5, 7 anni	<i>Short Term</i> , 3, 5, 7, 10, 15, 20, 30, 50 anni	Maggiore di 3 anni	5, 10, 15, 30 anni	4, 6, 8 anni	8, 10, 12 anni ^{a)}	Maggiore di 4 anni
Remunerazione	Emissione a sconto	Cedole variabili semestrali indicizzate al tasso Euribor 6 mesi, eventuale scarto di emissione	Cedole fisse semestrali, 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 ^{b)} a scadenza	Cedole semestrali con meccanismo <i>step-up</i> a rendimenti crescenti e premio fedeltà ^{c)} a scadenza indicizzato alla crescita media del PIL italiano durante la vita del titolo	Cedole trimestrali o semestrali, con meccanismo <i>step-up</i> a rendimenti crescenti e premio fedeltà ^{c)} a scadenza.
Frequenza di Emissione ^{d)}	Mensile	Mensile	Mensile, in base alle condizioni di mercato per i BTP 15 e 30 anni	Flessibile	Mensile	Una/due volte l'anno, in base alle condizioni di mercato	In base alle condizioni di mercato	In base alle condizioni di mercato

¹⁾ Metodo di emissione: asta competitiva sul rendimento.

²⁾ Metodo di emissione: asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa.

³⁾ Metodo di emissione: asta marginale con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa.

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.

⁴⁾ Metodo di emissione: sindacato di collocamento (o asta marginale, con determinazione discrezionale di prezzo e quantità emessa).

⁵⁾ Metodo di emissione: attraverso il MOT (Borsa Italiana), il mercato elettronico al dettaglio.

^{a)} Inoltre, nel 2021 è stato emesso un BTP Futura con durata all'emissione di 16 anni.

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

^{c)} Per i risparmiatori individuali e altri affini, cui sono riservati in esclusiva il BTP Futura e il BTP Valore, che abbiano acquistato il titolo durante i giorni del periodo di collocamento e lo avranno detenuto fino alla scadenza.

^{d)} A partire dal 2020, sono state introdotte anche operazioni di riaperture titoli destinate ai soli operatori Specialisti.

L'attività di gestione del debito pubblico, per la parte rappresentata dai titoli di Stato, è stata svolta in base a quanto previsto (i) dalla Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del Ministero dell'Economia e delle Finanze per il 2023⁶, e (ii) dal "Decreto Cornice" per il 2023⁷, il Decreto che ha delineato gli obiettivi di riferimento per lo svolgimento dell'attività amministrativa nel settore delle operazioni finanziarie volte alla gestione del debito pubblico. Quanto previsto in questi provvedimenti è stato poi tradotto in termini operativi nelle "Linee Guida della gestione del debito pubblico" per il 2023⁸ (d'ora in poi "Linee Guida").

La Direttiva generale ha individuato l'obiettivo strategico dell'efficace ed efficiente gestione del debito pubblico, mirando ad obiettivi di costo e di vita media coerenti tra loro e compatibili con il contesto di mercato, anche attraverso la diversificazione dell'offerta.

Il Decreto Cornice per il 2023, analogamente agli anni precedenti, ha dettato le linee di riferimento per l'azione della Direzione del Debito Pubblico ed alcuni specifici 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 del 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"*.

Nello stesso articolo sono stati individuati i limiti da rispettare in termini di composizione percentuale del debito alla fine del 2023, così articolati:

TABELLA I.2: OBIETTIVI DI COMPOSIZIONE PERCENTUALE DEL PORTAFOGLIO DI DEBITO A FINE 2023

Tipologia di titolo	Min.	Max.	Differenze rispetto al 2022
BOT (a breve termine)	3%	8%	--
BTP (nominali a tasso fisso)	65%	80%	--
CCTeu	4%	10%	--
BTPci e BTP Italia (titoli "reali")	--	15%	--
Titoli emessi sui mercati esteri	--	5%	--

Fonte: Decreti Cornice, anni vari

Al fine di perseguire il *"contenimento del costo complessivo del debito, la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento del debito, nonché l'efficiente funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato"*, l'art. 3 ha previsto il ricorso a operazioni di gestione⁹ del debito pubblico, anche attraverso strumenti finanziari derivati e operazioni di scambio o riacquisto di titoli di Stato.

L'art. 4, per contenere il rischio di credito derivante dagli strumenti derivati, ha disposto il requisito di elevata affidabilità delle controparti, secondo la valutazione espressa dalle principali agenzie di *rating*, prevedendo inoltre la

⁶ [Direttiva generale per l'azione amministrativa e la gestione del Ministero dell'Economia e delle Finanze - Anno 2023.](#)

⁷ [Direttive per l'attuazione delle operazioni finanziarie \(Decreto cornice\) per il 2023.](#)

⁸ [Linee guida della gestione del debito pubblico per il 2023.](#)

⁹ L'utilizzo di operazioni su base consensuale che consentono di modificare alcune caratteristiche del portafoglio di debito già in essere è previsto dall'art. 3 del TUDP.

possibilità di porre in essere con le controparti accordi finalizzati alla prestazione di garanzie reciproche (*collateral*)¹⁰.

Dal 2022, peraltro, un apposito decreto¹¹ ha definito il quadro di riferimento per la gestione della liquidità detenuta dal Tesoro, stabilendo i criteri per la selezione delle controparti con cui operare nella “*forma tecnica di operazioni di pronti contro termine o di altre operazioni in uso nei mercati*”, sia bilateralmente sia tramite “*negoziazione svolta su mercati regolamentati, su sistemi multilaterali di strumenti finanziari o su sistemi di scambio di depositi monetari in euro*”.

Nel 2023, il contesto di mercato in cui doveva svolgersi l’attività del Tesoro era influenzato da molteplici fattori: l’eredità a livello economico globale prodotta dalla pandemia da Covid-19 e i drammatici eventi bellici in Ucraina, per effetto dei quali, la crisi energetica aveva provocato un rallentamento dell’attività economica e un deciso aumento dell’inflazione. In risposta a tali eventi, nel corso del 2022, la BCE, come altre principali banche centrali a livello globale, dava il via a politiche monetarie restrittive e i mercati finanziari registravano livelli di volatilità storicamente molto elevati.

A fine 2022, le esigenze di finanziamento per l’anno successivo erano determinate dalle scadenze di titoli in circolazione che, al netto dei BOT, ammontavano a poco meno di 260 miliardi di euro, contro i circa 230 miliardi di titoli a medio-lungo termine, in essere alla fine del 2021, con scadenza nel 2022, e dal fabbisogno di cassa del settore statale, stimato a circa 97 miliardi di euro, un valore leggermente inferiore rispetto ai 100 miliardi previsti a fine 2021 per il 2022 (poi risultato ben inferiore). Come evidenziato nelle Linee Guida per il 2023, per la copertura di tale fabbisogno si poteva contare, oltre che sulle programmate emissioni, anche sulle risorse europee messe a disposizione tramite i prestiti del pacchetto *Recovery and Resiliency Facility* nell’ambito del programma *Next Generation EU*. Dunque, si prevedevano emissioni lorde complessive di titoli a medio lungo termine in un intervallo compreso tra i 310 ed i 320 miliardi di euro.

Nel contesto macroeconomico sopra delineato il Tesoro, nelle stesse Linee Guida, si poneva i seguenti obiettivi:

- 1) la copertura del fabbisogno a costi il più possibile in linea con l’andamento del mercato;
- 2) il consolidamento dei risultati già acquisiti in termini di esposizione ai principali rischi, in particolare quelli di tasso di interesse e di rifinanziamento, anche attraverso la progressiva e graduale riduzione delle emissioni nel tratto a breve della curva dei rendimenti;
- 3) il progressivo miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato secondario;
- 4) l’efficiente gestione delle giacenze liquide del Tesoro.

La strategia del Tesoro doveva quindi svilupparsi sulle seguenti linee di azione:

- 1) garantire prevedibilità e regolarità delle emissioni su tutti i principali segmenti dei titoli domestici;

¹⁰ Su tali accordi di prestazione reciproca di garanzia, si veda il Cap. III.4 (“La gestione del portafoglio derivati”).

¹¹ La disciplina della movimentazione della liquidità del Tesoro e della selezione delle controparti che partecipano alle relative operazioni trova fondamento nel [Decreto ministeriale del 10 gennaio 2022](#).

- 2) calibrare i volumi offerti al mercato in modo da dare maggiore peso ai settori con migliore liquidità sul secondario e maggiore profondità di domanda;
- 3) proseguire l'offerta dedicata agli investitori *retail*, volta ad ampliarne la partecipazione diretta al finanziamento del debito pubblico, anche mediante nuovi strumenti;
- 4) utilizzare strumenti di *liability management* (come i concambi ed i riacquisti), in linea con l'approccio seguito negli anni precedenti, con una frequenza ed intensità funzionali all'andamento di mercato, al fine di ridurre le dislocazioni su specifici titoli, migliorare la liquidità del secondario, gestire il profilo dei rimborsi degli anni futuri, nonché contribuire a ridurre il costo medio del debito in circolazione;
- 5) monitorare l'evoluzione dei mercati in valuta estera da sfruttare sia in formato *Global* che in formato EMTN, con un particolare focus sui collocamenti in dollari, in presenza di condizioni di costo favorevoli.

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

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

La gestione del debito pubblico italiano, in linea con gli ultimi anni, è stata improntata al contenimento dei rischi di tasso di interesse, attraverso la minimizzazione dell'impatto sulla spesa per interessi¹² delle variazioni dei tassi ai quali il debito stesso viene collocato, e di rifinanziamento, mediante una più uniforme distribuzione nel tempo delle scadenze dei titoli per agevolare le nuove emissioni.

Se gli obiettivi del Tesoro rispetto a tali rischi sono del tutto analoghi alla prassi seguita da altri DMO, nel caso dell'Italia, la gestione di un debito particolarmente elevato rende necessaria una maggiore attenzione al premio per il rischio di credito richiesto dagli investitori, in funzione della percepita sostenibilità del debito, che diviene una componente significativa del livello dei tassi di interesse all'emissione dei titoli di Stato italiani.

Un ulteriore aspetto da considerare nella gestione del bilancio statale riguarda la stabilità e prevedibilità della spesa per interessi, che permette di evitare sia il ricorso alla leva fiscale a seguito di eventuali *shock* sui rendimenti dei titoli di Stato, sia di gestire più agevolmente gli impegni di finanza pubblica in funzione dei requisiti europei, basati in particolar modo sul controllo del deficit e della dinamica del debito.

¹² Una corretta gestione delle finanze pubbliche richiede, dove possibile, di ridurre i costi e di programmare con certezza le poste in uscita del bilancio. Ciò per evitare di ricorrere ad aumenti indesiderati ed inattesi del deficit e/o della pressione fiscale, magari in misura significativa e in tempi ristretti, a fronte di costi o spese non adeguatamente previsti. La correttezza della gestione delle finanze pubbliche garantisce quindi il quadro di stabilità finanziaria all'interno del quale la gestione del debito possa risultare efficace.

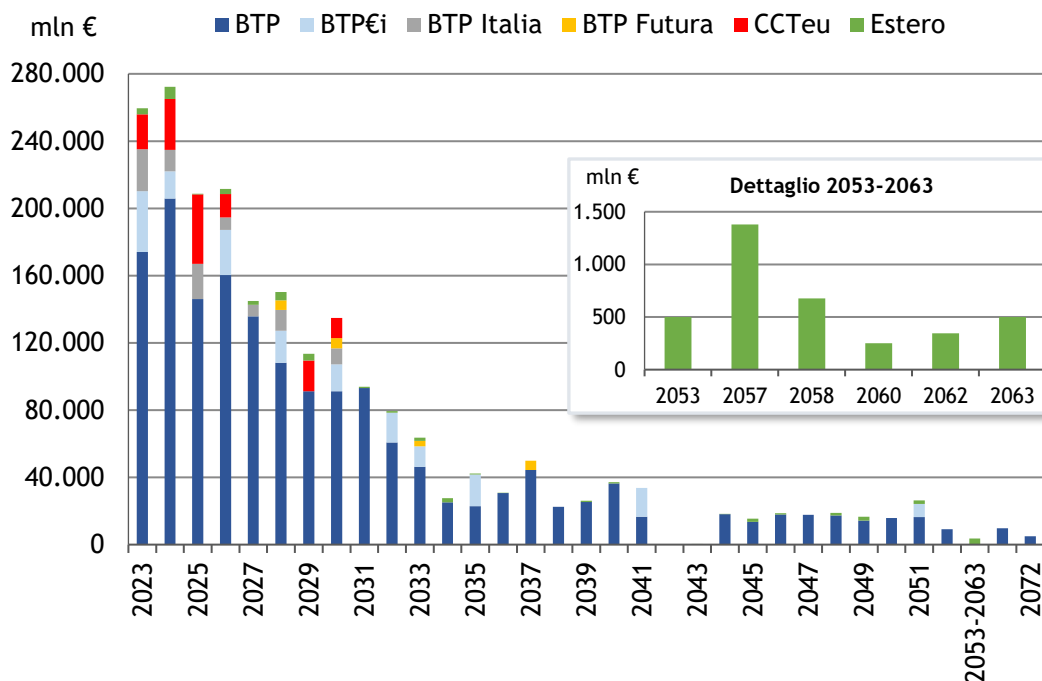
I due profili sopra richiamati contribuiscono quindi in misura significativa ad orientare la strategia italiana di gestione del debito per quanto riguarda il controllo dei rischi di rifinanziamento e di tasso.

Il rischio di rifinanziamento e di tasso di interesse: misure e strumenti di gestione

L'indicatore più noto che quantifica il rischio di rifinanziamento è la vita media dello stock di titoli di Stato. Essa si calcola come media delle scadenze di tutti i titoli in circolazione, ponderata per il valore nominale¹³ di ciascun titolo. Alla fine del 2022 la vita media del debito in titoli di Stato si attestava a 7,04 anni, in lieve diminuzione rispetto al livello di fine 2021.

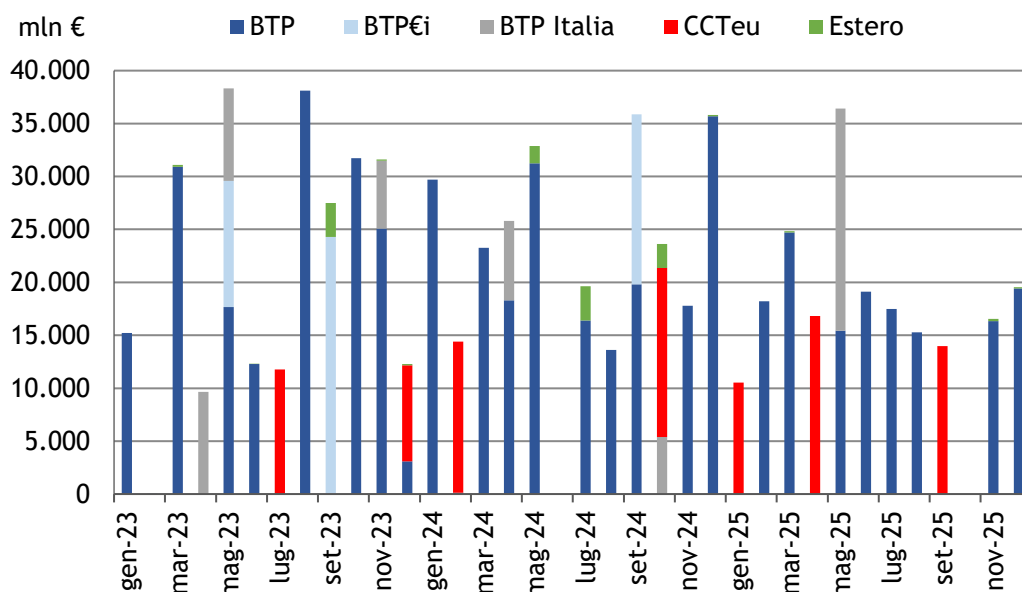
Di seguito sono rappresentate la distribuzione annuale delle scadenze da fine 2022 (Grafico I.1) e, in dettaglio, quella mensile fino al 2025 incluso (Grafico I.2).

GRAFICO I.1: PROFILO ANNUALE DELLE SCADENZE – TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE IN ESSERE AL 31.12.22 (MILIONI DI EURO)



Fonte: MEF

¹³ 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 31.12.2022 (MILIONI DI EURO)

Fonte: MEF

Nel dettaglio, per quanto attiene al rischio di rifinanziamento, alla fine del 2022 la quota titoli¹⁴ da rifinanziare sull'orizzonte a cinque anni rappresentava il 52,80% del totale mentre i titoli in scadenza entro l'anno costituivano il 16,21% dello *stock*. In seguito alle operazioni svolte nel corso dell'anno si sono registrate variazioni marginali nei valori degli indicatori menzionati: alla fine del 2023, i titoli in scadenza a cinque ed un anno si sono attestati, rispettivamente, al 52,93% e 16,14%.

Per quantificare, invece, il rischio di tasso d'interesse su portafogli di emissioni di titoli, le misure principalmente utilizzate 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 dai portafogli oggetto di analisi per "agganciare" i mutamenti del tasso di interesse di mercato;
- (iii) il *Cost-at-Risk*, che fornisce una quantificazione del costo massimo aggiuntivo della spesa per interessi in caso di scenari di tasso avversi, ad un dato livello di confidenza; tale indicatore è funzione della probabilità di dover effettivamente sostenere questo costo aggiuntivo, derivante a sua volta dalla probabilità del verificarsi degli scenari avversi¹⁵. L'analisi di *Cost at Risk (CaR)* viene 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

¹⁴ Il rischio di rifinanziamento è misurato sullo *stock* dei titoli di Stato, domestici ed internazionali, post swap.

¹⁵ Vedasi il Focus "I principali indicatori quantitativi del rischio di tasso di interesse" a pag. 22 del [Rapporto Annuale sul Debito Pubblico 2014](#).

si collochino su una frontiera efficiente, siano cioè tali da risultare dominanti - per un dato livello di costo e di rischio - rispetto ad ogni altra ipotetica composizione del portafoglio di emissioni.

Simulando un elevato numero di scenari probabilistici di evoluzione dei tassi di interesse e di inflazione, è quindi possibile valutare una serie di portafogli di emissione in un arco temporale di medio periodo sia in termini di costo della spesa per interessi, secondo il criterio di competenza economica SEC 2010 sia in termini di rischio di tasso, misurato anche mediante il *Cost-at-Risk*. In tal modo si individuano tutti i potenziali portafogli di emissione soggiacenti sulla frontiera efficiente costo-rischio, chiamati anche portafogli dominanti, tra cui selezionare il portafoglio target per le emissioni dell'anno. Nella valutazione si tiene conto, inoltre, del rischio di rifinanziamento associato alle diverse strategie di emissione, misurato dalla vita media dello stock di debito alla fine del periodo di simulazione.

Da un punto di vista tecnico, lo strumento per questa analisi è il modello sviluppato internamente ed in uso ormai da diversi anni presso la Direzione del Debito Pubblico, denominato SAPE (*Software di Analisi dei Portafogli di Emissione*)¹⁶.

La base dati per il debito in circolazione utilizzata da SAPE a fine 2022 era composta dai titoli domestici, dagli strumenti derivati e dai titoli denominati in dollari USA. Circa questi ultimi, la *policy* prevede che le eventuali nuove emissioni in valuta estera vengano effettuate a condizioni di costo¹⁷ 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 tenute in considerazione anche le relative coperture via derivato, così da poter sinteticamente gestire un'esposizione in valuta come se fosse una passività in euro.

Il ruolo della strategia di emissione per la gestione del *trade-off* rischio di tasso/costo per il 2023

Nella selezione del portafoglio verso cui indirizzare le emissioni future, il criterio fondamentale è il *trade-off* tra il costo incrementale della remunerazione del servizio del debito richiesto dal mercato (inteso come tasso di crescita del costo nel periodo di simulazione misurato secondo il principio di competenza economica SEC 2010) e il rischio, misurato da diversi indicatori sopra illustrati. L'obiettivo è quello di ottimizzare quest'ultimo, minimizzando il primo. Conseguentemente, sulla base delle condizioni di mercato, delle esigenze degli investitori e garantendo liquidità su tutta la curva dei titoli governativi, la strategia è quella di cercare di aumentare le emissioni sui titoli di Stato con scadenze più lunghe, quando ciò è economicamente efficiente. Nel fare ciò, la programmazione del portafoglio di emissione del Tesoro tiene in conto anche gli strumenti che hanno come *target* gli investitori *retail*.

¹⁶ Modelli e *software* sono oggetto di costante aggiornamento. Una descrizione dettagliata delle implicazioni e del funzionamento del modello è contenuta nello studio in lingua inglese di cui al seguente [link: https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/Public_Debt_Management_Network/ebook/](https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/Public_Debt_Management_Network/ebook/).

Inoltre, una sintesi delle vicende dello sviluppo del modello è contenuta nell'Allegato 3 dell'Appendice al Rapporto.

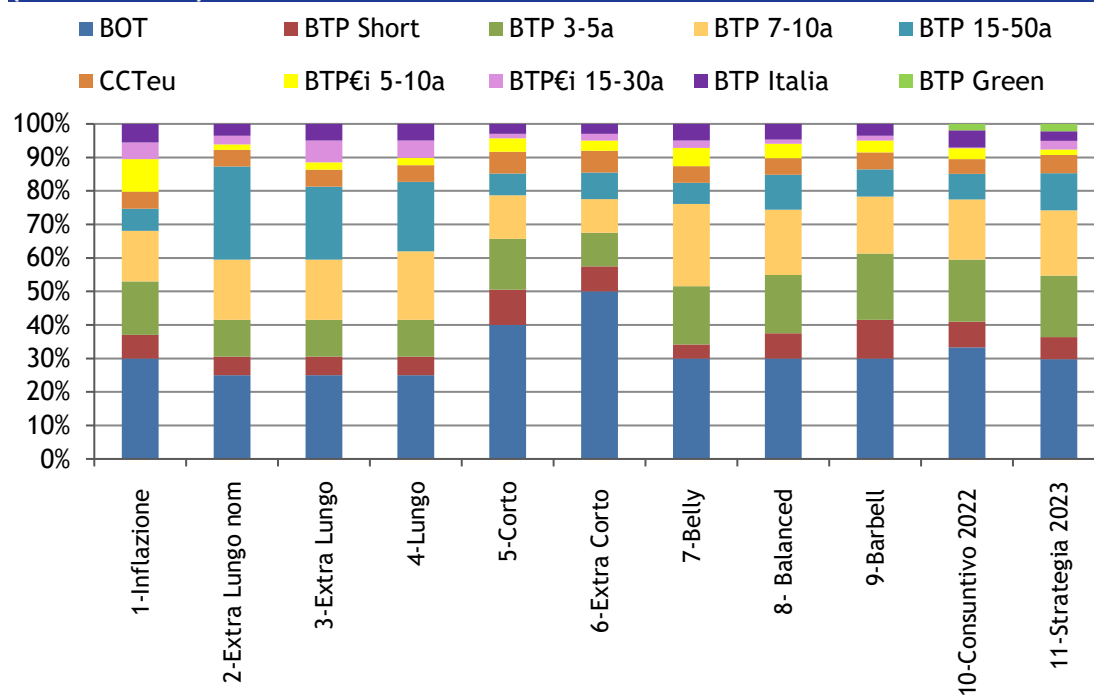
¹⁷ Ivi compresi i costi della copertura dai rischi di cambio.

Tutti i portafogli considerati sono tecnicamente «feasible», sebbene alcuni non siano in linea con le aspettative di mercato (extra-lungo, extra-corto, inflazione, etc.), e costituiscono un utile riferimento nell’analisi di costo/rischio sottostante l’individuazione della strategia ottimale da adottare per finanziare:

- 1) le scadenze dei titoli a medio-lungo termine previste per il 2023 (pari a circa 260 miliardi di euro);
- 2) i BOT già in circolazione (pari a circa 111 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 all’epoca nella misura di circa 97 miliardi di euro¹⁸;
- 4) quanto necessario per garantire sufficienti disponibilità liquide per il Tesoro, al fine di provvedere a tutte le esigenze di cassa.

Nel grafico che segue sono illustrati i portafogli analizzati per i quali, oltre agli ordinari strumenti di emissione, si è ipotizzata, nelle scadenze di medio-lungo termine, una quota di nuovi strumenti dedicati ai risparmiatori *retail*, in coerenza con quanto pubblicato a dicembre 2022 nelle Linee Guida.

GRAFICO I.3: COMPOSIZIONE DEI PORTAFOGLI DI EMISSIONE ALTERNATIVI ANALIZZATI PER L’ANNO 2023 (MILIONI DI EURO)



Fonte: MEF

La simulazione ha indirizzato verso la scelta del portafoglio denominato nel grafico “Strategia 2023” che, in continuità con la politica di emissione realizzata nel 2022 e in considerazione della copertura derivante dall’operatività Repo, riduce le emissioni sul comparto BOT a vantaggio delle emissioni di medio-lungo con

¹⁸ Dato sottostante le previsioni di finanza pubblica inserite nel *Draft Budgetary Plan 2023*.

scadenza superiore ai 7 anni e di un lieve aumento della quota dei CCTeu. La quota *retail* è considerata sulle scadenze dai 5 ai 10 anni.

Il portafoglio prescelto tra quelli posizionati sulla frontiera efficiente mostra anche la migliore performance rispetto all'allungamento della vita media e della ARP, riducendo al contempo, seppur marginalmente, il rischio di rifinanziamento a uno e cinque anni.

Il ruolo delle operazioni in derivati per la gestione del trade-off rischio di tasso/costo per il 2023.

Il Tesoro monitora costantemente i rischi sottesi al proprio portafoglio di debito, individuando i principali fattori a cui esso è esposto, sia da un punto di vista qualitativo che quantitativo. Gli effetti sul debito dei nuovi collocamenti e delle scadenze naturali vengono gestiti in modo attivo, adeguando cioè l'operatività per migliorare il profilo di rischio del portafoglio. A tale scopo, ci si avvale di strumenti finanziari derivati, operando nel perimetro del Decreto Cornice, per contenere il costo complessivo dell'indebitamento e per proteggere il portafoglio di debito dai rischi di tasso d'interesse e di cambio.

In continuità con gli anni passati, si impiegano tali strumenti finanziari per stabilizzare il costo di finanziamento, incrementando la durata finanziaria del debito, riducendo l'esposizione ad inattesi e repentini mutamenti dei tassi, garantendo il buon funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato ed efficientando il profilo costo-rischio in una prospettiva di medio-lungo termine. Eventuali cambiamenti nelle politiche di gestione degli strumenti di *liability management* potrebbero verificarsi essenzialmente per variazioni della composizione del debito, dei rischi sottostanti al portafoglio o degli obiettivi strategici perseguiti.

La crisi pandemica ha causato un significativo aggravio per il bilancio dello Stato, che si è riflesso in un aumento dello *stock* di debito; malgrado ciò, la composizione e la rischiosità del debito non ne hanno risentito in maniera rilevante. Coerentemente con le Linee Guida 2023, l'attività di gestione del portafoglio derivati per il 2023 è stata orientata verso tre direttrici:

- (i) valutazione ed eventuale esecuzione di nuovi *inflation swap* a copertura del rischio di inflazione connesso a nuove emissioni a lungo termine, nonché di *interest rate swap* volti a mitigare l'esposizione a rialzi dei tassi d'interesse e ad un conseguimento dell'allungamento della *duration*; quest'ultimo aspetto, in particolare, si basava sul presupposto che la curva *swap* avrebbe potuto continuare a mostrare livelli estremamente contenuti con un'inversione sul tratto a medio e lungo termine;
- (ii) adeguamento del portafoglio al mutamento delle condizioni di mercato attraverso la ristrutturazione o la chiusura di posizioni, al fine di migliorarne l'efficacia rispetto agli obiettivi perseguiti, alla spesa per interessi e al debito contabile;
- (iii) gestione delle garanzie mediante la collateralizzazione di ulteriori posizioni in derivati esistenti (condizionatamente alla disponibilità di fondi da attribuire a tale progetto).

Modalità di attuazione delle scelte di emissione e gestione del debito per il 2023

In considerazione degli obiettivi prefissati, la strategia del Tesoro per il 2023 si è declinata nelle due fasi in cui si articola la gestione del debito:

Le scelte di emissione dei titoli domestici ed esteri

Le Linee Guida hanno descritto la politica di emissione per il 2023 che ha lo scopo di ottimizzare gli obiettivi in termini di vita media, *duration* e *average refixing period* sopra menzionati e dei risultati dell'analisi sul *trade-off* costo/rischio.

Compatibilmente con le condizioni di mercato e tenuto conto delle necessità di garantire la copertura dei titoli in scadenza e del Fabbisogno del Settore Statale, nel 2023 le scelte di emissione intendevano:

- 1) calibrare le emissioni BOT in modo da ottenere uno *stock* di fine periodo che garantisca il rinnovo degli strumenti in scadenza, contemperando la necessità di fornire liquidità sufficiente a ciascun titolo con l'esigenza di proseguire il *trend* di contenimento della quota emissioni del comparto rispetto al totale. Contestualmente, il Tesoro si riservava di valutare di volta in volta lo strumento più opportuno per una efficiente gestione della liquidità, consolidando l'operatività in pronti contro termine;
- 2) proseguire nell'offerta del BTP *Short Term*, con la previsione di emissioni nette positive sul comparto e la possibile introduzione di due nuovi *benchmark*, pur nell'ottica di una progressiva riduzione delle quantità da emettere sul tratto a breve della curva dei rendimenti, a favore dei volumi offerti su altre scadenze;
- 3) continuare a bilanciare l'offerta tra i BTP a 3 e 5 anni, sovrappesando leggermente il segmento quinquennale rispetto a quello triennale. Sulla scadenza triennale si stimavano emissioni lievemente superiori rispetto al 2022, pur nella possibilità di emissioni nette negative data la significatività dei volumi in scadenza. Al contrario, sul comparto quinquennale si prevedevano emissioni nette positive nonostante un ridotto volume di emissioni a confronto dell'anno precedente. Su entrambe le scadenze il Tesoro preveda di emettere almeno due nuovi *benchmark*;
- 4) far sì che le emissioni lorde di BTP a 7 anni fossero in linea, o solo lievemente superiori, a quelle del 2022, con un'offerta al netto dei rimborsi positiva, in modo da consolidare la quota del BTP settennale sullo *stock* di titoli di Stato a fine anno e contribuire all'allungamento della vita media del debito. Con riferimento al BTP a 10 anni, anche nel 2023 questo strumento avrebbe continuato ad essere punto di riferimento per la curva dei rendimenti dei titoli di Stato governativi, con un volume di emissioni che si prevedeva potesse risultare superiore a quello dell'anno precedente ed emissioni nette ampiamente positive. Coerentemente, si stimava in crescita il peso del BTP decennale rispetto al totale delle emissioni, prevedendo di offrire almeno due nuovi titoli *benchmark* sul segmento settennale ed almeno uno sul segmento decennale;

- 5) garantire liquidità a tutti gli strumenti nominali del tratto a più lungo termine della curva (15, 20, 30 e 50 anni) attraverso collocamenti condotti con regolarità e continuità. Si stimavano emissioni lorde superiori rispetto al 2022 ed un contestuale aumento del peso del comparto sul totale emesso; le emissioni nette si prospettavano positive per le scadenze a 20 e 50 anni, negative per il segmento a 15 anni ed in linea con i volumi in scadenza sul segmento a 30 anni. Il Tesoro si riservava, inoltre, di valutare l'opportunità di nuovi titoli *benchmark* sulle scadenze del comparto, laddove le condizioni del mercato e della domanda si fossero rivelate favorevoli;
- 6) incrementare l'offerta di CCTeu rispetto al 2022, con emissioni nette marginalmente positive ed un maggior peso del comparto sul volume dei titoli complessivamente in emissione. Il Tesoro prevedeva, inoltre, di collocare almeno un nuovo *benchmark* sulle scadenze comprese tra 3 e 10 anni;
- 7) assicurare una quota di emissioni lievemente superiore al 2022 sulle varie scadenze dei BTP€i, pur prevedendo emissioni nette negative, in considerazione del volume dei titoli in scadenza;
- 8) soddisfare la domanda di strumenti dedicati agli investitori *retail*, valutando l'opportunità di effettuare una o più emissioni di BTP Italia nel corso dell'anno, riservandosi massima flessibilità sulla scadenza più opportuna... In riferimento al BTP Futura, ci si riservava di valutare l'opportunità di effettuare un collocamento nel corso nell'anno, ove se ne fossero riscontrate le condizioni ed in ragione delle esigenze di finanziamento. Si annunciava, inoltre, la possibilità di proporre ulteriori nuovi strumenti di interesse per il pubblico *retail*, in considerazione del contesto di tassi di interesse più elevati rispetto al recente passato. Ad esito di tale valutazione, nel corso dell'anno 2023, il Tesoro avrebbe introdotto il BTP Valore, dedicato in esclusiva agli investitori individuali e affini e di cui si dirà più avanti;
- 9) monitorare l'andamento dei mercati internazionali, valutando la possibilità di offrire nuovi *benchmark* sul canale *Global Bond*, eventualmente anche su scadenze non convenzionali. Tale scelta si subordinava al ritorno di condizioni di costo più favorevoli e ad ulteriori considerazioni in merito sia all'evoluzione della domanda di mercato sia alla *performance* dei titoli esistenti, con particolare attenzione ai differenziali di rendimento rispetto ai livelli dei titoli domestici di pari scadenza. In continuità con gli anni precedenti veniva, inoltre, prevista la possibilità di avvalersi del programma MTN in euro e/o in valuta estera per soddisfare la domanda di collocamenti pubblici o privati di primari investitori istituzionali, subordinatamente ai requisiti minimi¹⁹ di formato dell'emissione;
- 10) valutare di portare sul mercato un volume di emissioni di BTP *Green* più elevato del 2022, sia riaprendo i titoli già in circolazione sia introducendone di nuovi.

¹⁹ 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.

Le operazioni di gestione del debito successive all'emissione

Come già accennato, per conseguire gli obiettivi sopra richiamati il Tesoro può fare ricorso anche ad operazioni straordinarie di concambio e riacquisto di titoli di Stato.

Le Linee Guida 2023 annunciavano una politica di continuità rispetto a quella adottata negli anni recenti. Infatti, il ricorso alle operazioni straordinarie è per sua natura caratterizzato da una ampia flessibilità, in termini di modalità di esecuzione e tempistiche di svolgimento, e persegue una pluralità di obiettivi quali la gestione del rischio di rifinanziamento, la rimodulazione del profilo delle scadenze, il sostegno alla liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli di Stato nonché la riduzione del costo medio pagato dal Tesoro sui titoli in circolazione.

Il Tesoro si proponeva, inoltre, di proseguire l'attività di gestione delle sue passività mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati, con una strategia mirata ad una riduzione del rischio di tasso di interesse derivante dalla politica di emissione, contribuendo all'ottimizzazione del profilo costo-rischio in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, e ad un efficientamento dei flussi di cassa e dell'impatto contabile sul debito.

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

Il Conto disponibilità per il servizio di Tesoreria

Il Conto disponibilità è il conto detenuto dal Tesoro presso la Banca d'Italia, in cui sono registrati gli incassi e i pagamenti effettuati nell'ambito del servizio di Tesoreria dello Stato. Il saldo del Conto è determinato dalla sommatoria dei saldi di tutti i conti aperti presso la Tesoreria²⁰ ed è caratterizzato da una notevole volatilità, dovuta sia alla molteplicità di soggetti coinvolti, che movimentano tali fondi, sia alla presenza ciclica di alcuni dei principali flussi in entrata ed uscita, di norma con cadenza mensile, che determinano un effetto rilevante sui saldi giornalieri. Più precisamente, i primi giorni del mese sono caratterizzati da flussi importanti di pagamenti, come l'erogazione delle pensioni, mentre i giorni centrali sono contraddistinti da notevoli incassi derivanti dalla riscossione delle entrate fiscali. Le emissioni e, ancor più, i rimborsi a scadenza dei titoli di Stato nonché i pagamenti degli interessi cedolari contribuiscono a loro volta all'instabilità del saldo del Conto.

Il contesto regolamentare per la gestione della liquidità nel 2023

I principi generali per la gestione della liquidità da parte del MEF sono stabiliti sia nel Decreto del Ministro n. 1416 del 10 gennaio 2022 recante "le disposizioni per la movimentazione della liquidità depositata sul Conto disponibilità del Tesoro per

²⁰ Per un dettaglio maggiore si veda il Decreto Ministeriale n. 51961 del 26 giugno 2015 e successive integrazioni 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 servizio di Tesoreria” (Decreto di massima), sia nelle indicazioni contenute nelle Linee Guida della gestione del Debito Pubblico per l’anno 2023.

In particolare, il Decreto di Massima disciplina le modalità di movimentazione della liquidità - raccolta e impiego - nonché gli strumenti di *cash management* a disposizione del MEF, attraverso i quali persegue l’obiettivo di garantire adeguate disponibilità liquide per far fronte alle esigenze di Tesoreria e, allo stesso tempo, conseguire le migliori condizioni possibili di remunerazione, tenuto conto della minimizzazione del rischio. Le Linee Guida, invece, sottolineano come l’entrata a regime dell’attività in pronti contro termine (Repo) e la nuova operatività in depositi (impiego) sul mercato non collateralizzato, avviato nel settembre del 2022, abbiano permesso al MEF di svolgere operazioni di raccolta e di impiego di liquidità sul mercato monetario in maniera efficiente e flessibile.

Con riferimento all’evoluzione del quadro di politica monetaria nel corso del 2023, la Banca Centrale Europea (BCE) ha continuato ad adottare una politica monetaria restrittiva, già avviata nella seconda parte dell’anno precedente, innalzando i propri tassi di riferimento in modo costante e a ritmo sostenuto, portando i principali tassi di mercato monetario ampiamente in area positiva.

Si ricorda, che a seguito di queste decisioni, la BCE, dapprima, ha emanato l’indirizzo 2022/30²¹ con il quale ha sospeso temporaneamente il regime remuneratorio nullo per le giacenze oltre soglia dei depositi governativi presso le banche centrali nazionali stabilendo, invece, l’applicazione del tasso più basso tra *deposit facility* e €STR, anche se positivo, fino al 30 aprile 2023. In prossimità della scadenza, la BCE ha emanato un nuovo indirizzo 2023/8,²² che modifica le precedenti decisioni di ottobre 2019,²³ introducendo, a partire dal 1° maggio 2023, un nuovo criterio generale per la remunerazione dei depositi governativi, superando la distinzione tra giacenze superiori e inferiori rispetto al valore soglia e fissando, pertanto, un unico limite massimo pari al tasso €STR meno 20 punti base.

L’attività di *cash management*

La gestione della liquidità - o *cash management* - nata nel 2007, consiste nell’attività di movimentazione quotidiana delle disponibilità giacenti sul conto “Disponibilità del Tesoro per il servizio di tesoreria”, detenuto presso la Banca d’Italia, attraverso sia lo svolgimento di operazioni in pronti contro termine (Repo) e sia ricorrendo a negoziazioni di impiego e di raccolta non collateralizzate sul mercato monetario, con l’obiettivo di assicurare un adeguato livello di disponibilità liquide, in relazione ai molteplici movimenti della Tesoreria dello Stato e cercando, allo stesso tempo, di remunerare le giacenze di cassa in maniera adeguata, tenuto conto delle condizioni di mercato e dei livelli di rischio. 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.

Al fine di poter svolgere un’efficace gestione della liquidità è fondamentale l’attività propedeutica del monitoraggio e della stima delle previsioni di movimentazione dei conti aperti presso la Tesoreria di Stato.

²¹Per maggiori approfondimenti, si veda la [Decisione ECB/2022/30](#).

²²Per maggiori approfondimenti, si veda l’[opinione CON/2023/8](#).

²³ Nello specifico, si vedano: l’[indirizzo ECB/2019/7](#) e la [Decisione ECB/2019/8](#).

Il monitoraggio consiste in uno scambio di informazioni e di aggiornamenti ripetuti nel corso di ciascuna giornata lavorativa, tra la Banca d'Italia e il MEF (Ragioneria Generale dello Stato e Dipartimento del Tesoro - Direzione del debito pubblico), con dati previsivi e consuntivi relativi a tutti gli incassi e pagamenti, che interessano i conti detenuti presso la Tesoreria, finalizzati a stimare il saldo del Conto di fine giornata. Le previsioni sulla liquidità giacente sul Conto disponibilità includono inoltre scenari di più lungo periodo, condivisi tra la Banca d'Italia e il MEF, con cadenza settimanale, con un orizzonte previsionale temporale coerente con le esigenze di politica monetaria e di pianificazione delle emissioni. Tale attività risponde anche 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.

Le operazioni sul mercato monetario, invece, consistono nell'attività di impiego delle eccedenze di liquidità o di raccolta di liquidità al fine di gestire eventuali, e temporanee, esigenze di cassa.

Con il ritorno dei tassi in area positiva e grazie agli strumenti di *cash management*, versatili e flessibili, il Tesoro nell'anno 2023 si è prefissato di operare sul mercato monetario con la stessa intensità e frequenza vista l'anno precedente: grazie anche al consolidamento dell'operatività in pronti contro termine (repo) e dall'attività di impiego non collateralizzato svolta sia tramite piattaforme di negoziazione che in via bilaterale. Nel corso dell'anno, il Tesoro ha pianificato di operare sul comparto repo, in raccolta, contribuendo alla gestione delle distorsioni presenti sul mercato e facilitando l'operatività di *market making* degli Specialisti. A seguito della decisione BCE di aprile, il Tesoro si è organizzato prontamente, intensificando sia l'impiego non collateralizzato - attraverso anche una politica di ampliamento delle controparti con il quale il MEF può operare - sia l'impiego collateralizzato, con la chiusura di contratti reverse repo anche con durate brevissime o pari a un giorno, per sfruttare pienamente la capacità del mercato di assorbire la liquidità in eccesso sul Conto Disponibilità.

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

I primi mesi del 2023 sono stati caratterizzati dalla persistenza dell'incertezza geopolitica e da un'inflazione a livelli elevati nelle principali economie avanzate, contribuendo alla debolezza economica mondiale già registrata alla fine del 2022.

Al fine di contrastare le pressioni inflazionistiche e assicurare un ritorno tempestivo all'obiettivo del 2% a medio termine, il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una politica monetaria caratterizzata da un costante aumento dei principali tassi di riferimento per gran parte del 2023.

Nel primo trimestre le decisioni della BCE hanno determinato un incremento di 50 punti base sia nella riunione di febbraio sia in quella di marzo, portando al 3% il tasso sulla *deposit facility*, al 3,50% e 3,75% i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali e sulle operazioni di rifinanziamento marginale.

Nei mesi successivi, nelle riunioni da maggio a settembre, il Consiglio direttivo della BCE ha proseguito la politica di incremento dei tre tassi di riferimento rispettivamente di 25 p.b. per ogni riunione, determinando un incremento totale di 100 punti base e fissando i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi rispettivamente al 4,50%, al 4,75% e al 4,00%.

Tuttavia, nel quarto trimestre del 2023, il Consiglio direttivo ha scelto di interrompere la politica di aumento progressivo dei tassi, avendo valutato che avessero già raggiunto un livello tale da generare un impatto significativo sullo stato di crescita dell'economia e che condizioni finanziarie più restrittive avrebbero potuto frenare la domanda, contribuendo ad un calo decisivo dell'inflazione. Nelle riunioni di ottobre e dicembre, pertanto, i tassi di interesse di riferimento sono stati mantenuti invariati, con l'obiettivo di fornire un contributo sostanziale al raggiungimento del tasso di inflazione al 2%.

In linea con quanto annunciato alla fine del 2022, il portafoglio del programma di acquisto di attività finanziarie (*Asset Purchase Programme*, APP) è diminuito in media di 15 miliardi di euro al mese tra marzo e giugno del 2023, a causa del reinvestimento parziale del capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Successivamente, a partire da luglio 2023, il Consiglio direttivo ha deciso di interrompere tali reinvestimenti, determinando una progressiva riduzione del portafoglio detenuto dall'Eurosistema nell'ambito dell'APP.

Per quanto riguarda il programma di acquisto di titoli pubblici e privati per l'emergenza pandemica (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP), è stato confermato il pieno reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza per

l'intero 2023, e nella riunione di dicembre, la BCE ha deciso di continuare a reinvestire integralmente il capitale rimborsato anche nella prima parte del 2024.

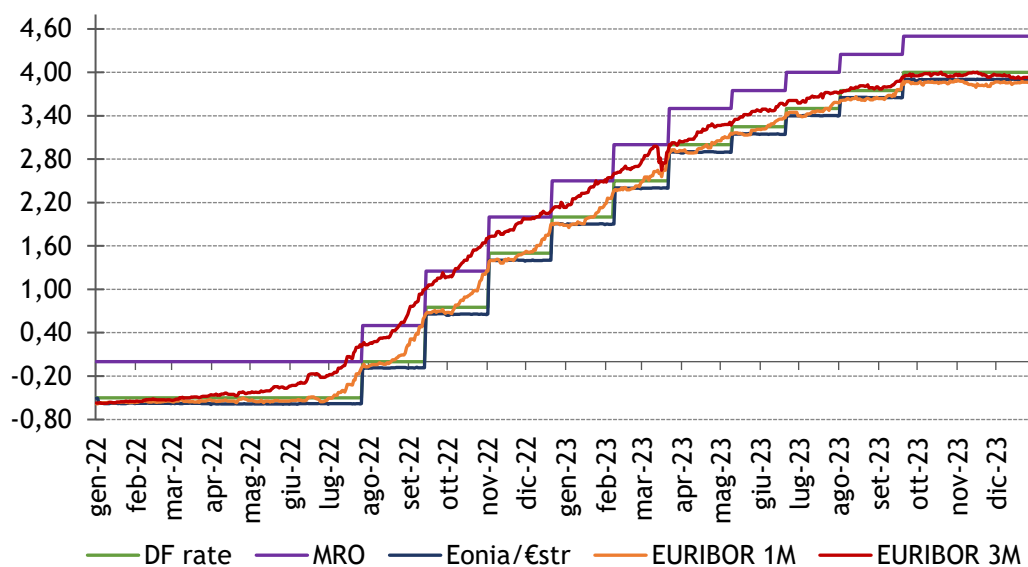
Il mercato monetario dell'area euro

Come anticipato nel paragrafo precedente, all'inizio dell'anno i livelli dei principali tassi BCE sono cresciuti ad un ritmo sostenuto confermando la stessa tendenza di crescita registrata in chiusura del 2022. Nel corso del 2023, dapprima è stato confermato il *trend* di crescita anche se ad un ritmo più ridotto, mentre nella parte finale dell'anno, i tassi si sono arrestati al medesimo livello dell'ultimo trimestre.

Il 2023 si è aperto con il tasso sui depositi presso la BCE (*Deposit Facility, DF*) al 2%, il tasso di rifinanziamento principale (*Main Refinancing Operation, MRO*) al 2,5% e il tasso per le operazioni di rifinanziamento marginale (*Marginal Lending Facility, MLF*) al 2,75%; in chiusura dell'anno i livelli sono saliti - come ricordato in precedenza - rispettivamente al 4,50%, 4,75% e al 4,00%.

Il grafico che segue mette a confronto i principali tassi del *money market* con quelli della BCE nell'ultimo biennio.

GRAFICO II.1: ANDAMENTO DEI PRINCIPALI TASSI DEL MERCATO MONETARIO 2022-2023 (VALORI PERCENTUALI)



Fonte: Elaborazione su dati Reuters

Come si evince dal grafico, il livello dei tassi del mercato monetario a 1G (Eonia fino alla sua cessazione, il 2 gennaio 2022, e poi €STR per tutto il 2022 e 2023) è rimasto sostanzialmente prossimo al livello del tasso sui depositi presso la BCE per tutto l'anno mentre il resto dei tassi del *money market* si è adeguato ai nuovi livelli ma con un evidente allargamento dello spread tra l'Euribor 3 mesi e quello a 1 mese in tutta la fase di aspettative di aumento dei tassi e un restringimento pressoché totale verso la fine dell'anno quando gli operatori hanno iniziato ad anticipare attese per un ritorno al taglio dei tassi già nella primavera del 2024.

II.2 I MERCATI OBBLIGAZIONARI DELL'AREA EURO

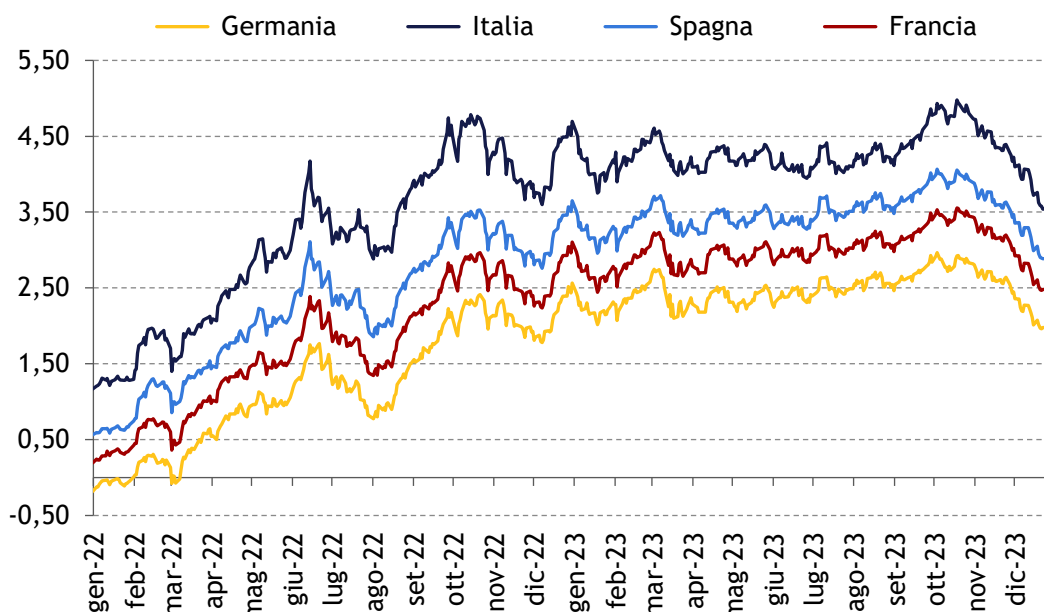
Nel 2023 l'andamento dei mercati obbligazionari dell'area euro è stato influenzato da una serie di fattori, connessi all'incertezza circa l'andamento dell'inflazione, agli effetti dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, alle deboli prospettive di crescita e alle nuove tensioni geopolitiche in Medio Oriente che si sono aggiunte al perdurare dello stato di guerra tra Russia e Ucraina.

Nel corso dell'anno si è assistito ad un graduale rientro dell'inflazione rispetto ai livelli raggiunti nell'anno precedente. Elementi determinanti di tale risultato sono stati la riduzione dei prezzi dell'energia e l'attenuazione delle strozzature lato offerta, conseguente al venir meno degli effetti degli *shock* passati causati dalla pandemia da Covid 19 e dall'invasione russa dell'Ucraina, nonché le politiche monetarie restrittive messe in campo dalle principali banche centrali. La BCE, oltre agli interventi sui tassi e sui programmi di acquisto dei titoli, ha proseguito il processo di riduzione del bilancio dell'Eurosistema anche tramite i rimborsi anticipati dei fondi presi a prestito dalle banche nell'ambito della terza serie di operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO-III). In un contesto caratterizzato da una costante incertezza sulle prospettive di crescita e inflazione, i mercati finanziari hanno sperimentato fasi alterne di forte volatilità, soprattutto in coincidenza con le riunioni di politica monetaria e in occasione degli interventi dei banchieri centrali, seguite da periodi di relativa stabilizzazione.

Un repentino aumento della volatilità e dell'avversione al rischio si è verificato nel mese di marzo, innescato dalle attese di rialzi dei tassi di *policy* più consistenti e prolungati di quanto previsto ad inizio anno e dalle temporanee tensioni verificatesi nel settore bancario statunitense e svizzero.

Dopo una momentanea normalizzazione, nella seconda parte dell'anno i mercati hanno attraversato una nuova fase di instabilità, conseguente alle crescenti tensioni geopolitiche causate dal conflitto in Medio Oriente e all'incertezza sulle future mosse delle banche centrali. Pertanto, nei mesi di settembre e ottobre, la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha mostrato un marcato movimento al rialzo, accompagnato, tuttavia, da una sostanziale stabilità degli *spread* verso gli altri emittenti sia *core* che periferici.

L'ultima parte dell'anno è stata segnata da una serie di dati positivi sull'inflazione di fondo, in riduzione, e dalla fine dei cicli di rialzo dei tassi di politica monetaria da parte delle principali banche centrali. Dopo le decisioni della *Federal Reserve* e della *Bank of England* di lasciare invariati i tassi di riferimento, anche la BCE - dopo dieci rialzi consecutivi - ha mantenuto i tassi inalterati nelle riunioni di ottobre e dicembre, ritenendo di aver raggiunto un livello sufficientemente restrittivo. Ciò ha spinto gli operatori di mercato a rivedere al ribasso le aspettative sui tassi di *policy*, portando ad un allentamento delle tensioni sui mercati finanziari e favorendo un rapido rientro dei rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro, accompagnato da un calo del differenziale tra i titoli italiani e i corrispondenti tedeschi.

GRAFICO II.2: EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI DEI TITOLI DI STATO EUROPEI - SCADENZA 10 ANNI (VALORI PERCENTUALI)

Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Guardando all'evoluzione dei rendimenti dei titoli governativi europei nel corso dell'anno (grafico II.2) si evidenzia come l'Italia registri la contrazione più significativa, pari a circa 86 punti base sulla scadenza decennale, seguita da Spagna (53 punti), Francia e Germania, entrambi per circa 42 punti base. Dopo i picchi toccati nel mese di ottobre, caratterizzato da elevata volatilità, le curve dei rendimenti hanno mostrato un marcato movimento a ribasso nella parte finale dell'anno raggiungendo i minimi nel mese di dicembre, riflettendo le aspettative circa il termine del ciclo di rialzi dei tassi di politica monetaria da parte della BCE.

FOCUS

Dettagli sull'evoluzione del Public Sector Purchase Programme (PSPP) e sull'attuazione del Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) nel corso del 2023

Nell'ambito dell'*Asset Purchase Programme* (APP), il *Public Sector Purchase Programme* (PSPP) è il programma, iniziato il 9 marzo 2015, di acquisti netti di obbligazioni emesse da amministrazioni centrali e agenzie pubbliche dei paesi dell'area dell'euro, nonché da istituzioni sovranazionali.

Nel 2020, a seguito della diffusione della pandemia da Covid-19, l'APP è stato ulteriormente rafforzato con una dotazione temporanea aggiuntiva di 120 miliardi di euro²⁴, nonché affiancato da un programma straordinario di acquisto attività (*Pandemic Emergency Purchase Programme*, PEPP) con una dotazione complessiva di 750 miliardi di euro²⁵, successivamente ampliata a 1.850 miliardi²⁶, e un orizzonte temporale degli acquisti netti esteso almeno sino alla fine di marzo 2022, con reinvestimento del capitale in scadenza fino al termine del 2024. In aggiunta, per far fronte alle mutate dinamiche di

²⁴ [Decisioni di politica monetaria 12 marzo 2020.](#)

²⁵ [Decisioni di politica monetaria 18 marzo 2020.](#)

²⁶ Per gli approfondimenti sulle caratteristiche e le modifiche al PSPP e al PEPP intervenute nel corso di ogni anno, si veda il relativo focus presente all'interno del Rapporto sul Debito Pubblico degli anni precedenti.

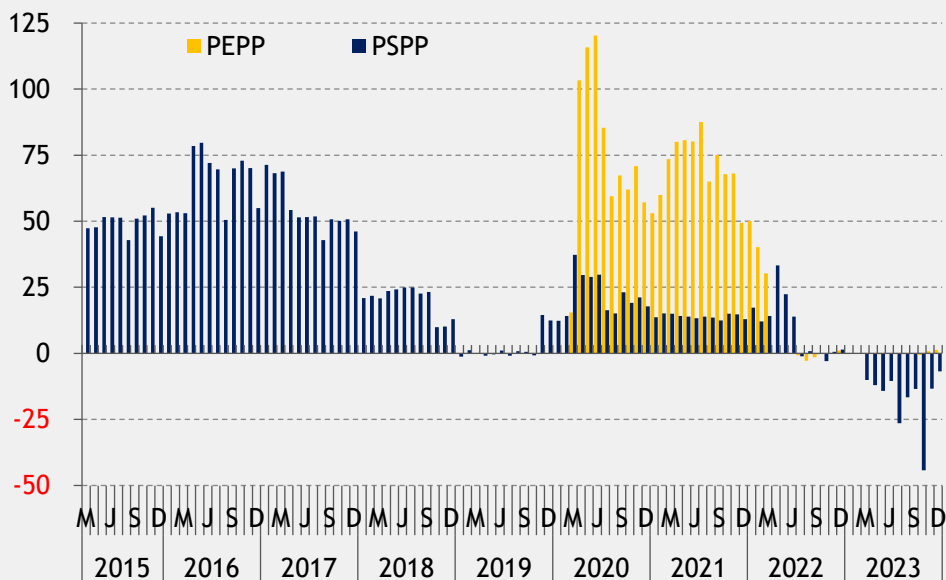
mercato e salvaguardare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria, nella riunione del 21 luglio 2022, il Consiglio direttivo ha introdotto un nuovo strumento, il *Transmission Protection Instrument (TPI)*. Il TPI prevede acquisti sul mercato secondario di titoli del settore pubblico, con scadenza residua compresa tra uno e dieci anni, al fine di contrastare situazioni di deterioramento delle condizioni di finanziamento dei singoli Paesi dell'area euro, non giustificate dai fondamentali. Tuttavia, a differenza degli altri programmi di acquisto, l'attivazione di questo nuovo strumento è subordinata al rispetto da parte delle giurisdizioni dell'Eurosistema di criteri di idoneità, volti a valutarne la sostenibilità delle politiche fiscali e macroeconomiche²⁷.

Nel corso del 2023, al fine di riportare l'inflazione verso l'obiettivo di medio termine, la Banca Centrale Europea ha proseguito il processo di normalizzazione della politica monetaria sia attraverso il progressivo innalzamento dei tassi di riferimento che con una graduale riduzione dell'attività dei programmi di acquisto.

In riferimento all'APP, dopo l'interruzione del programma di acquisti netti, a decorrere dal 1° luglio 2022, nella riunione del 2 febbraio 2023²⁸, il Consiglio direttivo ha confermato una riduzione dei reinvestimenti dei capitali in scadenza a partire da marzo 2023, ad un ritmo pari in media a 15 miliardi di euro al mese, sino alla fine del secondo trimestre, e poi rideterminato nel corso del tempo. Successivamente, con la decisione di politica monetaria del 4 maggio²⁹, confermata nel successivo *meeting* di metà giugno, è stata annunciata la fine dei reinvestimenti nell'ambito dell'APP, a partire da luglio 2023.

Nell'ambito del PEPP, invece, con l'intento di accelerare il percorso di normalizzazione del bilancio dell'Eurosistema, nella riunione del 14 dicembre 2023³⁰, il Consiglio direttivo ha deciso di continuare a reinvestire integralmente il capitale in scadenza nella prima metà dell'anno, per poi ridurre il portafoglio ad un ritmo medio di 7,5 miliardi al mese nel secondo semestre e terminare del tutto i reinvestimenti alla fine del 2024.

FIGURA 1: ACQUISTI NETTI MENSILI A VALERE SUI PROGRAMMI PSPP E PEPP (IN € MILIARDI)



Fonte: elaborazione su dati BCE

²⁷ Per ulteriori approfondimenti sulle caratteristiche del TPI si rimanda al comunicato stampa rilasciato dalla Banca Centrale Europea: [The Transmission Protection Instrument 21 luglio 2022](#).

²⁸ [Decisioni di politica monetaria 2 febbraio 2023](#).

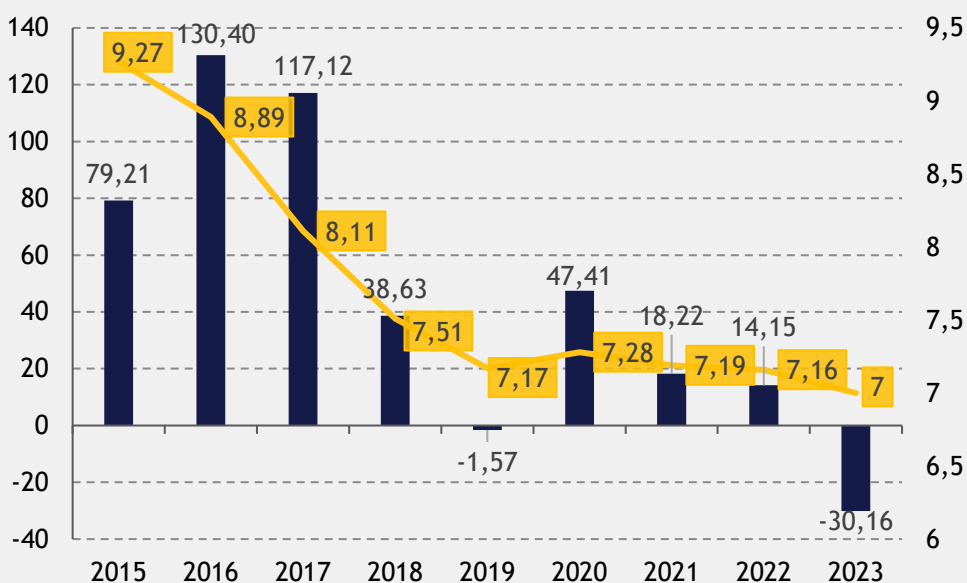
²⁹ [Decisione di politica monetaria 4 maggio 2023](#).

³⁰ [Decisione di politica monetaria 14 dicembre 2023](#).

La Figura 1 mostra l'evoluzione degli acquisti mensili netti nell'ambito del PSPP, dall'inizio del programma (marzo 2015) sino a dicembre 2023, e del PEPP a partire dall'avvio del programma (marzo 2020) fino alla fine dello scorso anno.

Per quanto concerne l'attività svolta dalla BCE nell'ambito del PEPP, nel 2023 l'ammontare acquistato è risultato in linea con le scadenze, con una riduzione netta del portafoglio dell'Eurosistema di appena 18 milioni di euro. Nel complesso, dall'inizio del programma, gli acquisti netti si sono attestati a 1.713,85 miliardi di euro. Con riferimento ai titoli di Stato italiani, nel corso dell'anno, gli acquisti netti sono risultati pressoché nulli, lasciando pertanto inalterato lo stock di titoli acquistati dall'Eurosistema che, a fine 2023, era pari a circa 287 miliardi di euro.

FIGURA 2: VOLUMI (€ MLD) ANNUALI E VITA MEDIA (IN ANNI) DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO ITALIANI ACQUISTATI DALLA BCE NELL'AMBITO DEL PROGRAMMA PSPP



Fonte: elaborazione su dati BCE

Nell'ambito del PSPP (Figura 2), invece, nell'anno appena trascorso, l'ammontare di titoli di Stato italiani detenuto dall'Eurosistema si è ridotto di circa 30 miliardi di euro, in ragione del termine dei reinvestimenti, a partire dal secondo semestre dell'anno. I volumi totali di titoli italiani riacquistati dalla BCE dall'inizio del programma al 31 dicembre 2023 risultano pari a 413,4 miliardi di euro³¹, mentre la vita media dello stock si attesta sui 7 anni, in riduzione rispetto ai 7,16 anni dell'anno precedente.

³¹ Tali importi sono espressi in termini di controvalore.

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

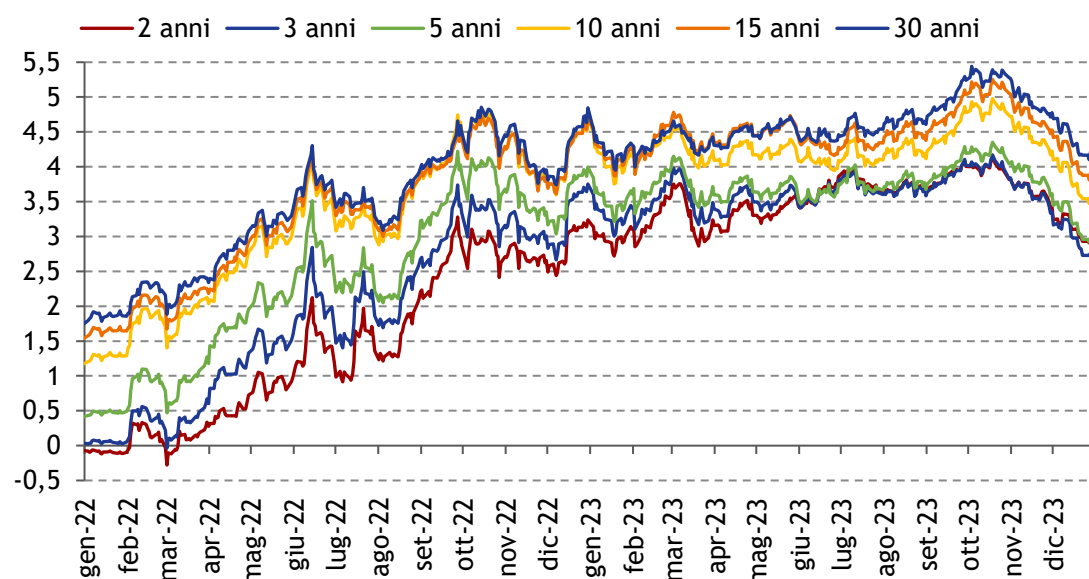
L'evoluzione della curva dei rendimenti

Come evidenziato in precedenza, la dinamica dei rendimenti dei titoli di Stato italiani nel corso del 2023 è stata prevalentemente influenzata dalle prospettive di crescita, dall'andamento dell'inflazione e dalle conseguenti aspettative sugli orientamenti di politica monetaria da parte delle banche centrali, nonché dalle nuove e persistenti tensioni geopolitiche.

In linea con quanto accaduto sui mercati obbligazionari europei, il mercato dei titoli di Stato italiani ha reagito al contesto sopra delineato con un movimento a rialzo della curva dei rendimenti, più marcato nel terzo trimestre dell'anno, accompagnato da un aumento degli episodi di volatilità che si sono concentrati prevalentemente in occasione della pubblicazione dei dati macroeconomici e delle riunioni delle banche centrali, per poi riassestarsi su livelli simili a quelli di inizio anno.

Come si evince dal Grafico II.3, tutte le scadenze della curva dei rendimenti, dopo vari movimenti a rialzo nel corso dell'anno, hanno chiuso su livelli prossimi a quelli di inizio 2023: l'incremento si è rivelato più accentuato sul tratto più breve della curva, a differenza delle scadenze più a lungo termine per le quali il rialzo è stato più contenuto.

GRAFICO II.3: TASSI DI MERCATO SUI TITOLI DI STATO PER SCADENZE DA 2 A 50 ANNI (VALORI PERCENTUALI)



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Per quanto riguarda la pendenza della struttura a termine dei tassi italiani sul tratto 2-10 anni (Grafico II.4), questa ha sperimentato un movimento ben diverso nella prima parte dell'anno rispetto alla seconda metà. In particolare, da inizio anno fino alla metà del mese di maggio, la pendenza si è ridotta con la scadenza decennale della curva BTP che ha registrato minori incrementi rispetto alla parte a breve.

Tuttavia, a partire dalla seconda metà del mese di maggio, la pendenza sul tratto 2-10 anni ha sperimentato una dinamica di segno opposto, con un irripidimento dovuto al migliore andamento della scadenza a due anni rispetto a quella decennale.

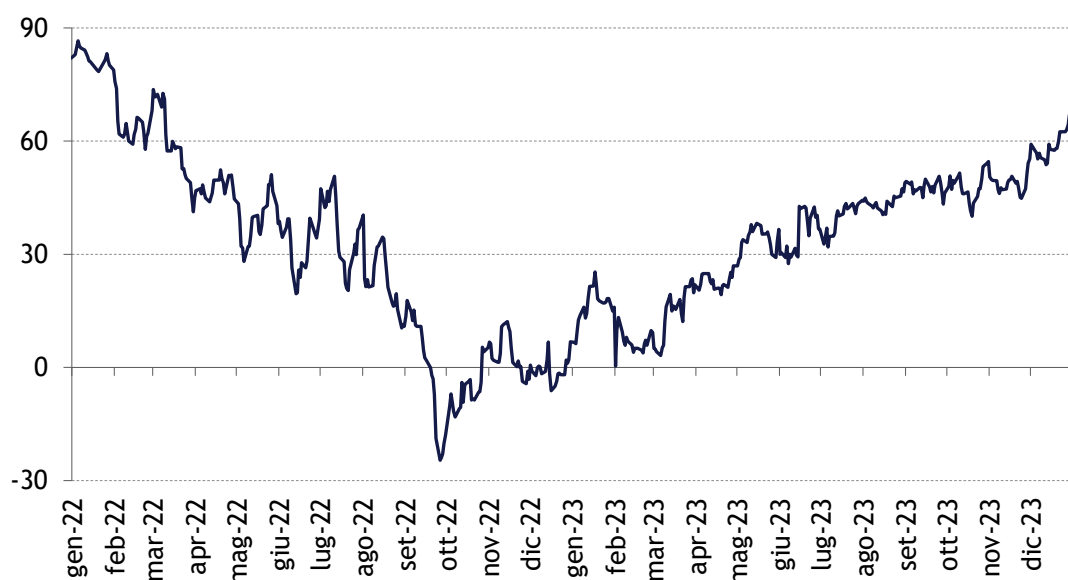
Nel complesso, nel corso del 2023 si è osservata una riduzione della pendenza pari a circa 67 punti base.

GRAFICO II.4: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 10 ANNI VS 2 ANNI (IN PUNTI BASE)



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

GRAFICO II.5: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO TITOLI DI STATO 30 ANNI VS 10 ANNI (IN PUNTI BASE)



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

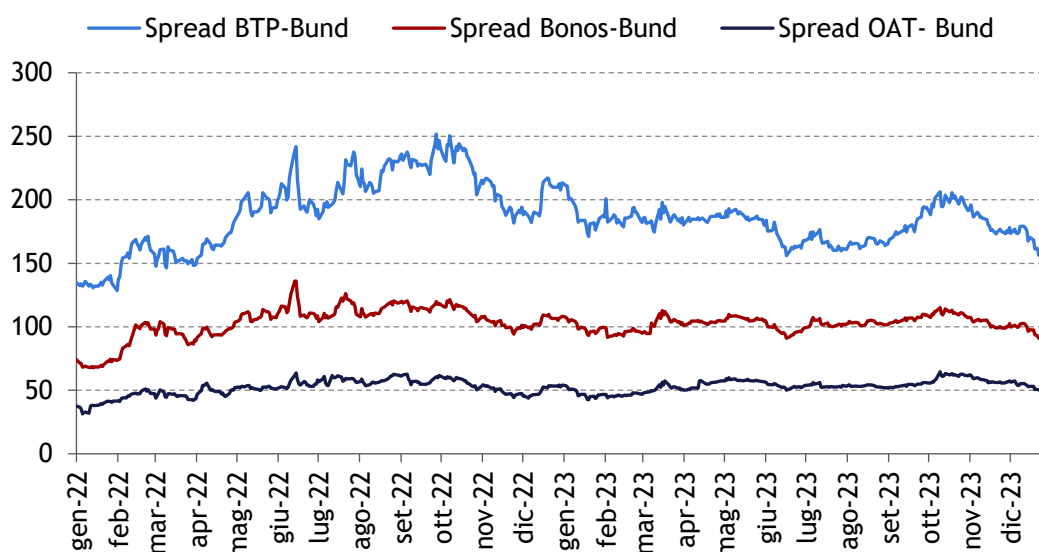
Come si evince dal Grafico II.5, la pendenza sul tratto 10-30 anni della curva dei rendimenti italiana ha registrato un notevole incremento, passando dai circa 7 punti base di inizio anno fino a raggiungere un massimo di 68 punti a fine 2023. Dopo l'inversione registrata negli ultimi mesi dell'anno precedente, tale pendenza è tornata stabilmente in territorio positivo tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023. A partire dal mese di marzo e per tutta la restante parte dell'anno, infatti, il tratto di curva 10-30 anni è stato interessato da un significativo irripidimento, riflettendo principalmente le aspettative di mercato circa le tempistiche della fine del ciclo di rialzi dei tassi di politica monetaria e l'avvio della fase ribassista ad opera della banca centrale, in coerenza con quanto accaduto sul differenziale 2-10 anni.

Il differenziale (*spread*) tra i rendimenti dei titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (Grafico II.6) ha seguito un andamento in parte connesso al movimento generale dei tassi ed in parte riconducibile a profili specifici dovuti alla diversa percezione del rischio relativo tra i due Paesi.

Esso è infatti risultato in generale riduzione nel corso dell'anno, mostrando tuttavia movimenti di allargamento nelle fasi di maggiore incertezza, connesse principalmente alle decisioni di politica monetaria e alle tensioni geopolitiche verificatesi nel mese di ottobre. Tali occorrenze si spiegano attraverso il fenomeno del “*fly-to-quality*” che caratterizza tipicamente situazioni di tensione e/o incertezza sui mercati, a fronte delle quali gli investitori tendono a preferire titoli giudicati sicuri e privi di rischio, come il Bund, piuttosto che titoli di Paesi percepiti come meno solidi.

Nella prima metà dell'anno, il differenziale BTP-Bund si è mantenuto su livelli sostanzialmente stabili, muovendosi in un range tra i 180-190 punti base, con alcuni picchi toccati a marzo in gran parte attribuibili alle turbolenze causate dagli episodi di crisi bancaria negli Stati Uniti e in Svizzera. Con l'esaurirsi di tali turbolenze, le condizioni nei mercati internazionali si sono normalizzate, favorendo una contrazione dello *spread* che è arrivato a toccare i minimi da inizio anno in giugno, mese in cui la Fed ha mantenuto inalterati i tassi di riferimento alimentando le attese circa la fine del ciclo di rialzi. Nel terzo trimestre, tuttavia, le nuove tensioni geopolitiche in Medio-Oriente e la revisione delle attese di un rapido allentamento della politica monetaria hanno portato ad un allargamento del differenziale BTP-Bund, che a metà ottobre ha superato i 200 punti base toccando livelli che non si raggiungevano da inizio anno.

Gli ultimi mesi del 2023, infine, sono stati caratterizzati da un allentamento delle tensioni sui mercati finanziari, favorito dalla fine del ciclo di rialzi da parte delle principali banche centrali e dal consolidamento del processo disinflazionistico. I rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno beneficiato maggiormente di tale contesto, registrando un sostanziale calo dello *spread* verso Bund che ha chiuso il 2023 a quota 156 punti base, con una riduzione di circa 55 punti rispetto ai livelli di inizio anno. Per la Francia e la Spagna l'andamento dello *spread* sulla scadenza 10 anni è stato analogo, sebbene le dimensioni delle variazioni al rialzo e al ribasso siano state significativamente più contenute.

GRAFICO II.6: DIFFERENZIALE DI RENDIMENTO BTP-BUND, BONOS-BUND E OAT-BUND, BENCHMARK 10 ANNI (IN PUNTI BASE)

Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

L'andamento del mercato secondario

Premessa generale

L'andamento del mercato secondario dei titoli di Stato italiani nel 2023 è stato influenzato dagli eventi di natura geo-politica, economica e finanziaria che hanno caratterizzato lo scenario sia nazionale che internazionale, così come richiamati nelle precedenti sezioni. Inoltre, l'evoluzione del mercato è stata condizionata anche dagli elementi propri dell'architettura del mercato italiano. Fra questi, si ricorda: (i) il ruolo del *Market Making*; (ii) un sistema di *Primary Dealership* che nel 2023 ha visto l'ingresso di un nuovo Specialista in titoli di Stato italiani, portando a 20 il numero complessivo; (iii) il funzionamento del mercato *Future*, che riveste un ruolo di primo piano per una efficace attività di *market making* da parte dei *Primary Dealers*; (iv) il crescente contributo dell'attività *Repo*; (v) le interrelazioni con il mercato primario.

Per quanto concerne gli scambi sulla piattaforma MTS, il mercato di riferimento dei titoli di Stato italiani, sebbene nel primo trimestre dell'anno i volumi negoziati si siano mantenuti in linea con quelli registrati nello stesso periodo dell'anno precedente, a partire dalla seconda metà dell'anno le negoziazioni hanno subito un notevole incremento, chiudendo l'anno su livelli decisamente superiori rispetto al 2022. Anche le negoziazioni sulle altre piattaforme elettroniche sono risultate in aumento, interrompendo il *trend* di decrescita riscontrato negli anni precedenti. Infine, nel 2023 si è confermato il crescente ricorso ai *Future*, quali strumenti usati prevalentemente dai *Primary Dealers* per "neutralizzare" i rischi connessi con le posizioni lunghe in titoli di Stato.

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 conduce prevalentemente la sua attività di monitoraggio e valutazione dell'attività degli Specialisti in titoli di Stato sul mercato secondario e come tale rappresenta il punto di riferimento per analizzare le evoluzioni di questo segmento di mercato.

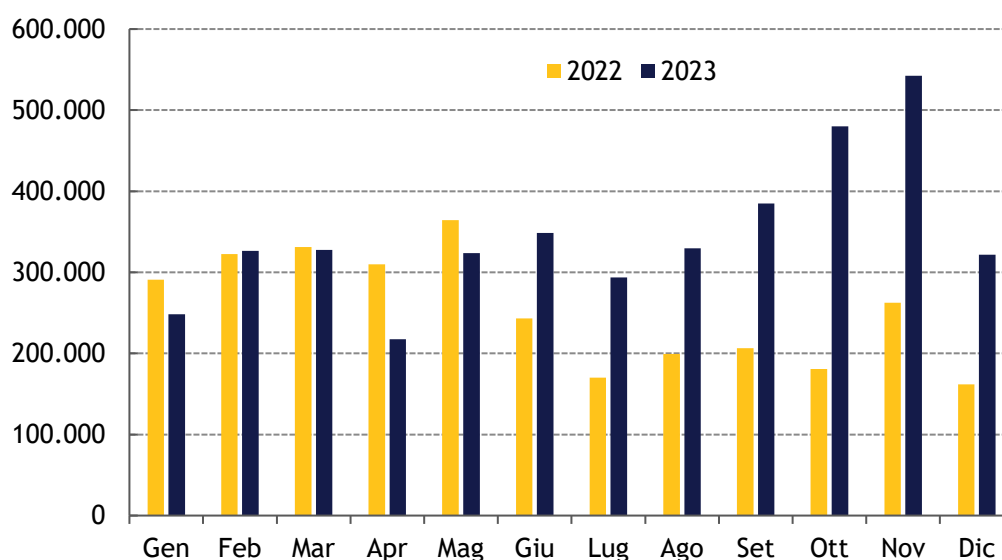
Il segmento a pronti

I volumi negoziati sulla piattaforma MTS sono stati chiaramente influenzati dalle condizioni generali del mercato e dalla percezione del rischio di credito italiano. Nel primo trimestre del 2023, gli scambi si sono mantenuti in linea con i livelli registrati nello stesso periodo dell'anno precedente, beneficiando dell'ampia liquidità presente sul mercato.

Dopo una contrazione dei volumi registrata ad aprile e maggio, a partire dal mese di giugno e in misura più accentuata negli ultimi due trimestri dell'anno, si è assistito ad un notevole aumento delle negoziazioni sul secondario.

A partire da giugno, infatti, i volumi negoziati su base mensile (Grafico II.7) sono aumentati in media del 90% rispetto allo stesso periodo del 2022, con picchi nei mesi di ottobre e novembre in cui gli scambi si sono più che raddoppiati.

GRAFICO II.7: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS (MILIONI DI EURO; SINGLE-COUNTED)

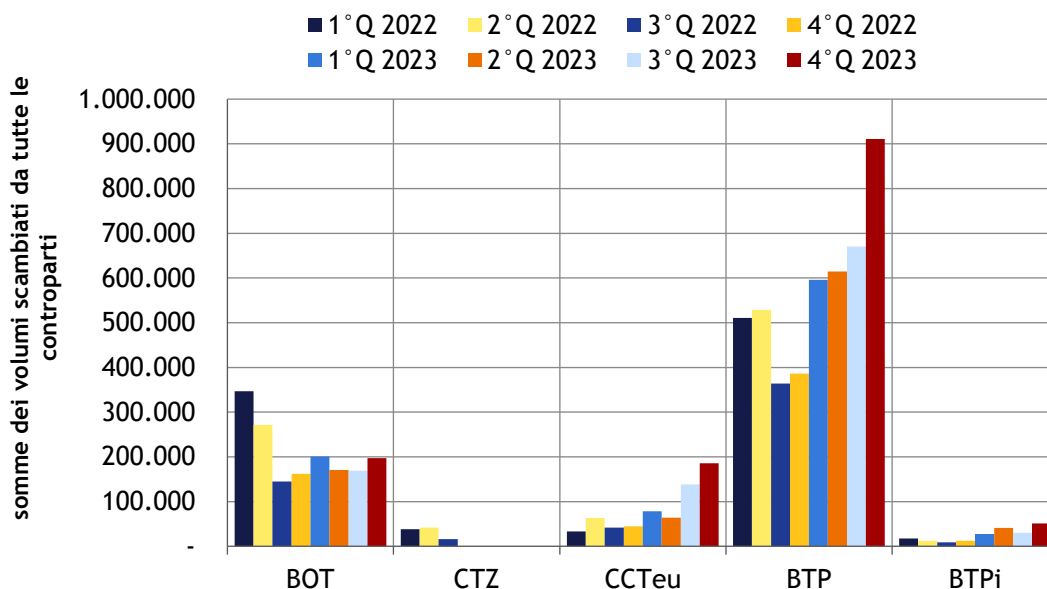


Fonte: Elaborazione su dati MTS

Nella composizione per comparto (Grafico II.8), le più marcate variazioni tra il 2022 e il 2023 hanno interessato i BTP, che hanno registrato flussi di negoziazione pari al 67,4% del totale dei volumi scambiati contro il 58,8% dell'anno precedente. In calo il comparto BOT, che ha rappresentato il 17,8% dei volumi totali rispetto al 30% del 2022. Si registra, invece, un aumento della quota di mercato dei CCTeu, pari all'11,2% rispetto al 6% dell'anno precedente, e dei BTP€i, le cui negoziazioni si sono attestate sul 3,6% nel 2023 contro l'1,7% del 2022. Per quanto riguarda il

segmento CTZ, le negoziazioni sono risultate nulle a seguito della scadenza degli ultimi titoli in circolazione nel 2022.

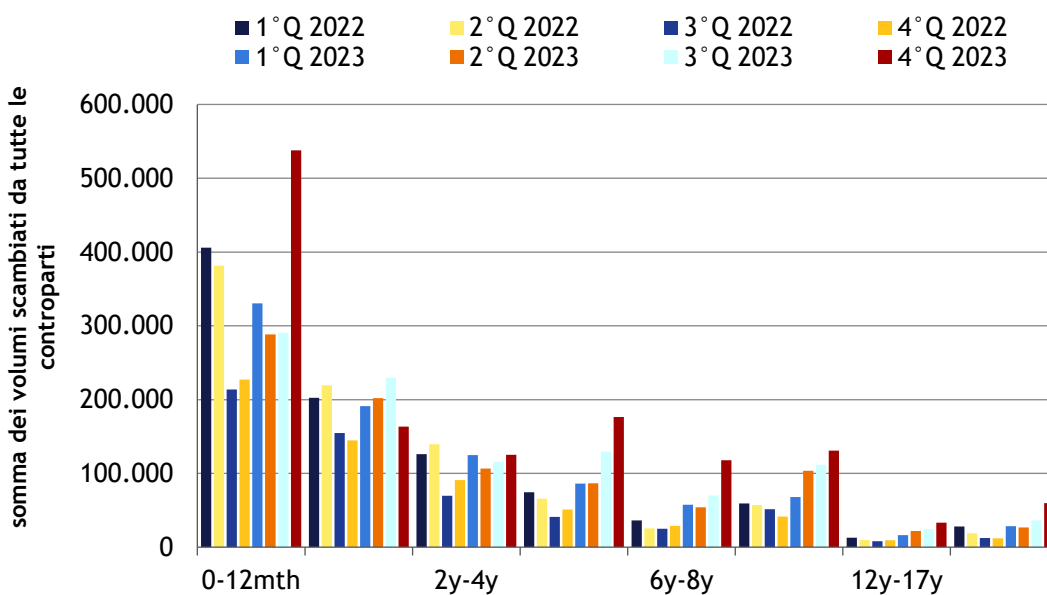
GRAFICO II.8: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SU MTS, DISTINTI PER COMPARTO (MILIONI DI EURO; SINGLE-COUNTED)



Fonte: Elaborazione su dati MTS

Sulle varie scadenze della curva dei rendimenti (Grafico II.9) si riscontra un generale aumento dei volumi, in linea con i maggiori scambi verificatisi soprattutto nel terzo e quarto trimestre dell'anno.

GRAFICO II.9: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI SULLA PIATTAFORMA MTS PER SCADENZA (MILIONI DI EURO; SINGLE-COUNTED)



Fonte: Elaborazione su dati MTS

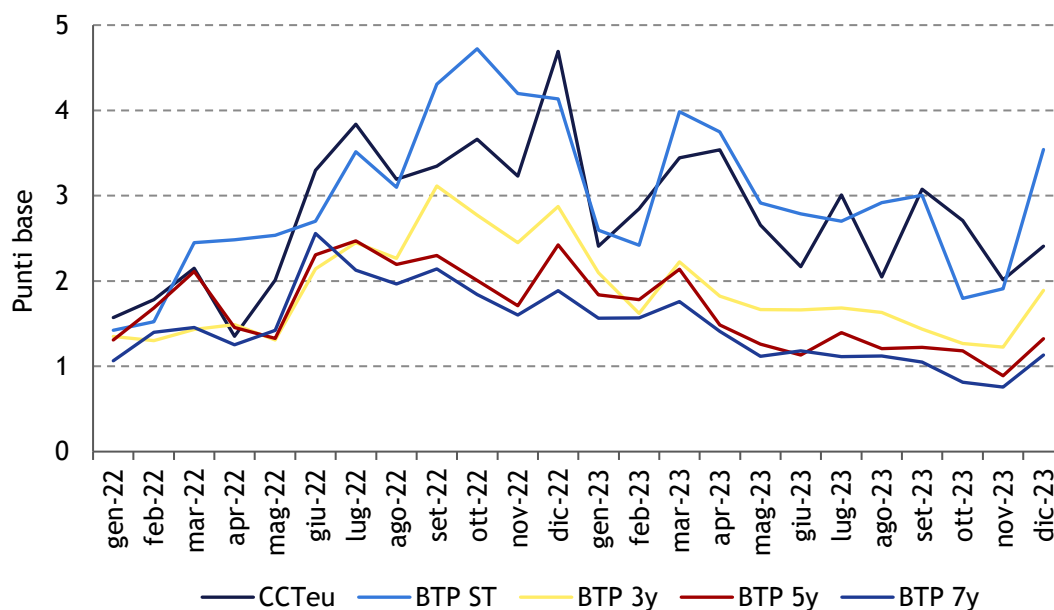
Per quanto riguarda la parte breve, i segmenti fino a 2 anni (che includono BOT e titoli brevi del comparto BTP e CCTeu) hanno evidenziato un aumento medio dei volumi del 14,5% rispetto al 2022. Il comparto che ha registrato l'incremento più marcato è stato quello delle scadenze 6-8 anni, pari a circa il 160%, seguito dai segmenti più lunghi (12-17 e 17-50 anni) i cui volumi sono aumentati in media del 120% rispetto all'anno precedente.

Un ulteriore indicatore per monitorare la liquidità del mercato secondario è rappresentato dal *bid-ask spread*, ossia il differenziale di quotazione tra il prezzo in acquisto (denaro) e in vendita (lettera) di ogni titolo presente sul mercato. Minore è il differenziale denaro-lettera, maggiore risulta essere la liquidità del titolo.

Di seguito sono riportate le rappresentazioni grafiche dell'andamento di questa misura per tutti i comparti e per tutti i punti *benchmark* della curva dei rendimenti: dopo un sostanziale assestamento dei *bid-ask spread* nei primi mesi del 2023, i differenziali sono aumentati su tutti i punti della curva nei momenti di maggiore stress e incertezza sul mercato, connessi alle decisioni di politica monetaria da parte della BCE e al rilascio di dati macroeconomici.

I Grafici II.10A, 10B e 10C riportano l'andamento dei *bid-ask spread* su tutte le scadenze, mostrando una maggiore stabilità per quanto riguarda i segmenti del medio-lungo ed una più spiccata volatilità per le scadenze brevi. I livelli di chiusura dell'anno sono stati comunque in linea con quelli di apertura.

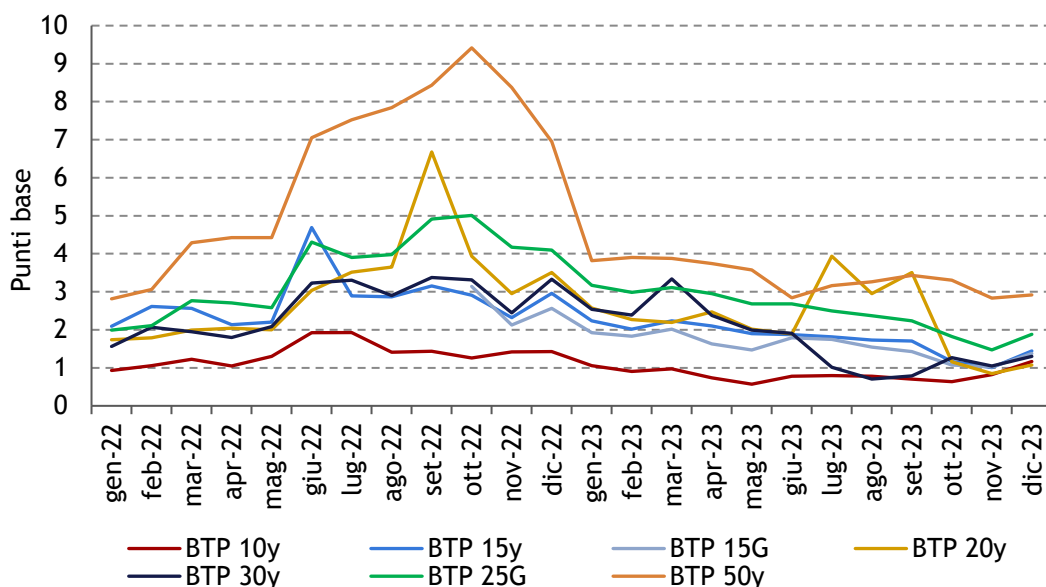
GRAFICO II.10A: DIFFERENZIALE DENARO-LETTERA IN PUNTI BASE SU CCTEU, BTP SHORT TERM, BTP 3, 5 E 7 ANNI BENCHMARK, RILEVATO SULLA PIATTAFORMA MTS – MEDIE MENSILI



Fonte: Elaborazione su dati MTS

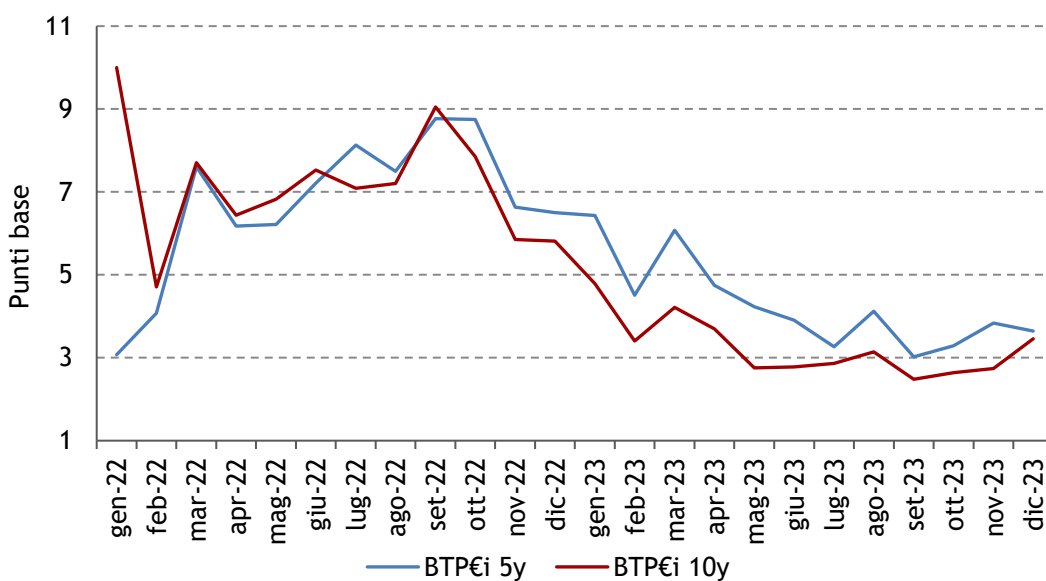
Anche i titoli indicizzati all'inflazione europea hanno registrato una complessiva riduzione dei differenziali di quotazione e sostanziale stabilità, ad eccezione di un picco verificatosi nel mese di marzo, beneficiando, soprattutto nella seconda parte dell'anno, di un calo dell'inflazione superiore alle attese.

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



Fonte: Elaborazione su dati MTS

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



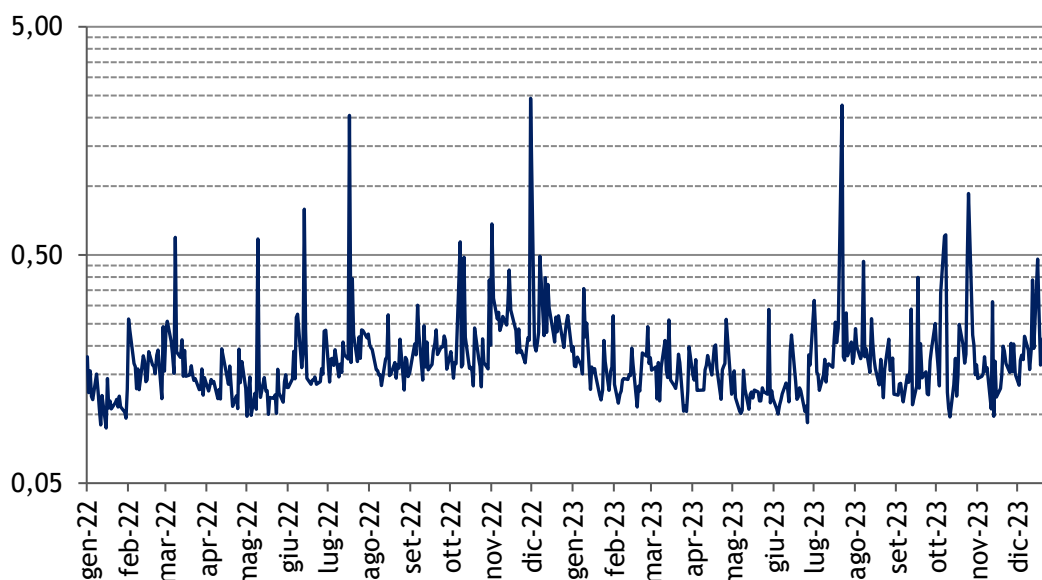
Fonte: Elaborazione su dati MTS

La liquidità sul mercato secondario può essere misurata anche attraverso la *slope*, un indicatore che tiene conto non solo dell'ampiezza dei differenziali di quotazione in acquisto e vendita ma, anche, delle variazioni di prezzo indotte da transazioni di importo rilevante e dell'analisi della profondità delle quotazioni su

entrambi i lati dell'*order book* di ogni titolo³². Esso, infatti, misura il rapporto tra la differenza assoluta che intercorre tra la migliore e la peggiore quotazione di un determinato titolo in un dato istante e la differenza tra il volume totale di tutte le quotazioni nell'*order book* del titolo e il volume della migliore quotazione³³.

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*. Pertanto, quanto più alto è l'indicatore (maggiore la pendenza della retta) minore è la liquidità di quel titolo. Al fine di ottenere un quadro il più possibile completo e per calcolare la *slope* di un titolo per un giorno di negoziazione, viene elaborata la *slope* riferita a singoli ma numerosi istanti nello stesso giorno, per poi calcolare la media e costruire il dato di *slope* giornaliera.

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



Fonte: Elaborazione su dati MTS

L'indicatore mostra che i fenomeni di deterioramento della liquidità sono stati più contenuti rispetto al 2022, nonché distribuiti in diversi momenti dell'anno.

³² 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.

³³ 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 infra-giornalieri estremamente elevata, ma si basa anche su valutazioni soggettive tra cui: la soglia per determinare la quantità oltre la quale valutare l'impatto dello scambio sul prezzo; la determinazione del *lag* temporale entro cui si verifica la variazione di prezzo dovuta allo scambio; etc.

Si evidenzia, inoltre, che l'allargamento del *bid-ask* spread nella seconda metà del 2023 è stato accompagnato da una crescita della *slope*, segnalando come al contrarsi della liquidità e al crescere della volatilità di mercato si sia verificato anche un peggioramento della profondità e composizione degli *order book* dei titoli.

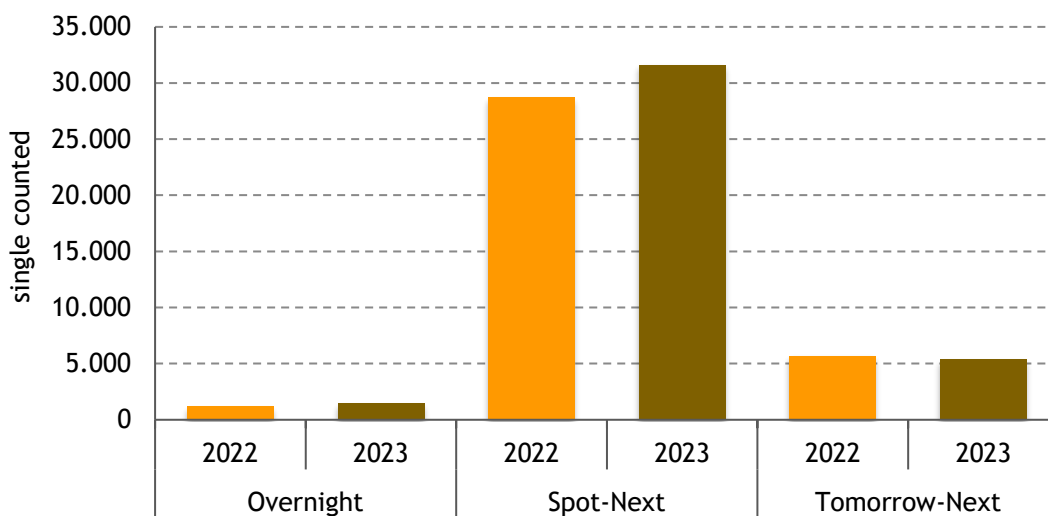
Il segmento pronti contro termine (*Repo*)

Il mercato dei contratti pronti contro termine sui titoli di Stato (anche detto mercato *Repo*) svolge un ruolo fondamentale di supporto all'ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato a pronti. Infatti, in presenza di un mercato *Repo* efficiente, gli operatori (soprattutto i *market maker*) possono garantire al mercato una costante presenza in denaro e lettera su tutti i titoli, anche quando non sono in possesso dei titoli in portafoglio. Inoltre, con il contratto *General Collateral* - cioè quello nel quale non è specificato *ex-ante* il titolo oggetto di collaterale - gli investitori possono scambiare liquidità, senza rischio di controparte qualora il contratto sia in controparte centrale, su un mercato liquido e profondo.

Il mercato *Repo* nel corso del 2023 ha fatto registrare un ulteriore incremento dei volumi rispetto al 2022, pari a circa l'8%, dopo aver fatto registrare un aumento del 40% nel 2022. La principale novità rispetto agli scorsi anni va riscontrata nel rinnovato interesse non solo per il comparto *Special Repo* ma soprattutto su quello dello *General Collateral*, segmento sul quale si è riscontrato l'incremento di volumi più significativo. Si tratta di un fenomeno probabilmente anticipatore di un contesto nuovo ed i cui elementi di novità andranno a rafforzarsi nei prossimi trimestri: da un lato l'abbondanza di liquidità nel sistema finanziario è in via di contrazione per effetto delle politiche della banca centrale di *Quantitative tightening* (QT) - appena cominciate - e del mancato rinnovo delle operazioni a lungo termine TLTRO; dall'altro il ritorno sul mercato di un'ampia quota di collaterale prima detenuto nel bilancio della BCE. Tutto questo ha prodotto un aumento degli spread tra i tassi di mercato monetario €str e quelli repo su *General Collateral*, portandosi stabilmente a livelli pari o superiori ai 10 punti base ed una minore *specialness*³⁴ dei titoli BTP.

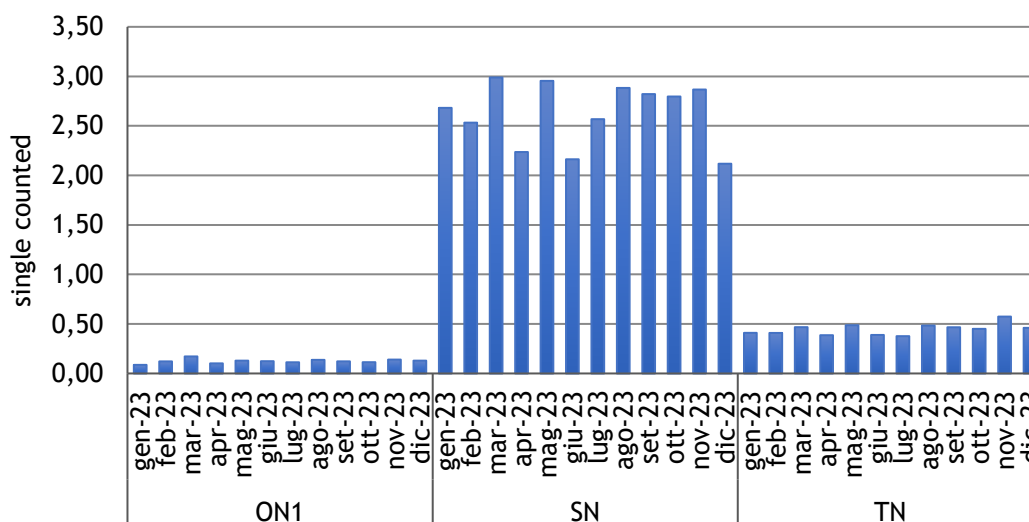
³⁴ Il termine *specialness* indica il fenomeno per il quale il rendimento dei *Repo* su un determinato titolo scende al di sotto di quello del *general collateral*.

GRAFICO II.11: VOLUMI ANNUALI NEGOZIATI NEL 2022 E NEL 2023 SULLA PIATTAFORMA MTS, PER SCADENZA DI CONTRATTO (MILIONI DI EURO)



Fonte: Elaborazione su dati MTS

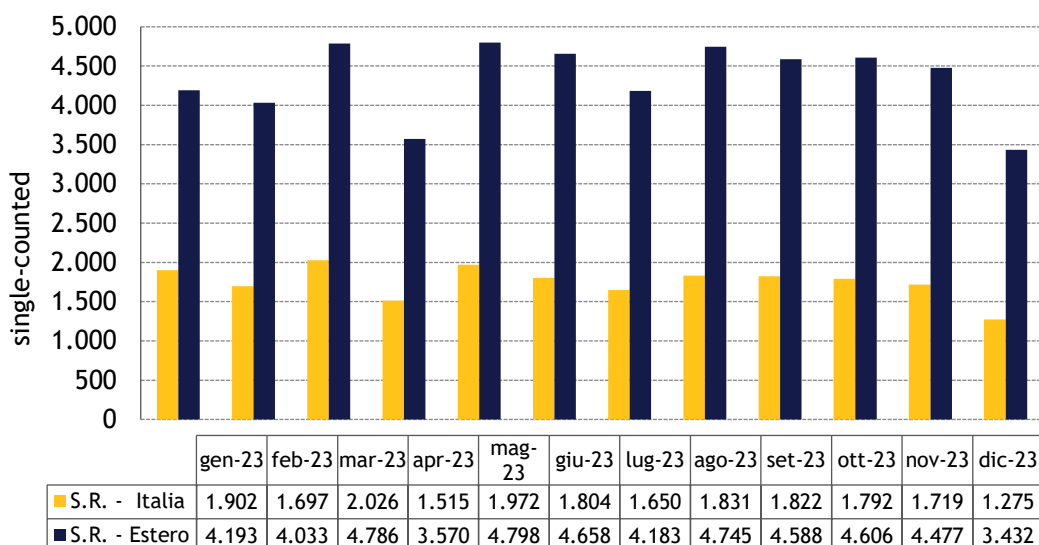
GRAFICO II.12: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI NEL 2023 SULLA PIATTAFORMA MTS, PER SCADENZA DI CONTRATTO (MILIONI DI EURO)



Fonte: Elaborazione su dati MTS

Nel complesso, pertanto, le negoziazioni sul mercato *Repo* si sono svolte sostanzialmente in maniera ordinata e senza periodi di tensioni o di particolare volatilità.

L'operatività del Tesoro sui pronti contro termine, avviata nel corso del 2021 ed ormai pienamente consolidata, fornisce un contributo decisivo alla normalizzazione della *specialness* dei BTP presenti nel portafoglio, rimuovendo quelle situazioni di tensione che di volta in volta si possono determinare sul mercato. Inoltre, grazie anche all'intensificarsi dell'attività di impiego dell'eccesso della liquidità, specialmente su comparto *General Collateral*, l'attività del Tesoro contribuisce a spiegare l'incremento dei volumi negoziati su tale segmento.

GRAFICO II.13: VOLUMI NEGOZIATI MENSILI SUL CONTRATTO SPECIAL REPO SULLA PIATTAFORMA MTS (MILIONI DI EURO)


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 fondamentale sia nel garantire liquidità al mercato *inter-dealer*, sia come canale distributivo alla clientela finale dei titoli acquistati sul mercato primario. Per tale motivo, l'analisi dei volumi scambiati consente al gestore del debito di comprendere chi sono e cosa cercano gli investitori in un particolare contesto di mercato. Questo monitoraggio viene condotto attraverso le informazioni raccolte negli EMAR³⁵, un modello di *report* altamente standardizzato e condiviso a livello europeo, che gli stessi Specialisti compilano rappresentando in modo sistematico tutta l'attività³⁶ che essi svolgono con qualsiasi controparte, inclusa la loro clientela finale.

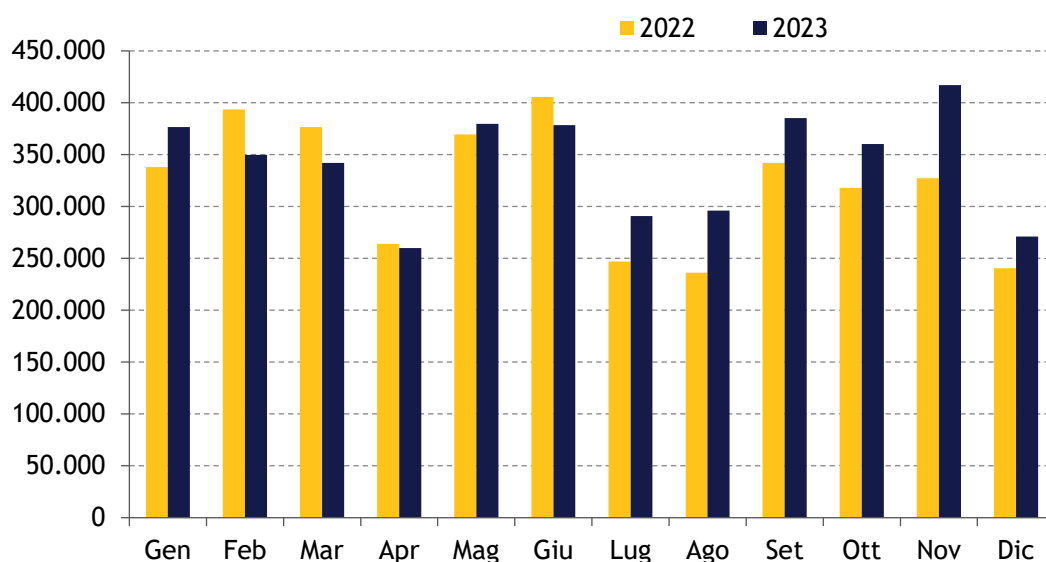
Nel 2023 (Grafico II.14), i volumi scambiati fuori da MTS - su altre piattaforme elettroniche e altrove - sono aumentati di oltre il 6% rispetto all'anno precedente.

³⁵ *European Market Activity Report*. È il *report* che sostituisce nella denominazione il precedente HRF - "Harmonized Reporting Format" - ma che nella sostanza è rimasto invariato.

³⁶ Tale reportistica include anche le transazioni concluse sia mediante piattaforme di negoziazione che su base bilaterale, sia in formato elettronico che vocale. Dal 2014, questa reportistica contiene tutte le informazioni sui singoli scambi effettuati dagli Specialisti (*report trade by trade*), con l'indicazione, per ciascuno scambio, del titolo, della quantità, del Paese in cui ha sede la controparte, del tipo di controparte, della piattaforma o modalità di negoziazione. Dal primo gennaio 2020 contengono inoltre i *trade* scambiati anche su titoli di Stato italiani emessi sotto legislazione estera (MTN). Inoltre, sempre a partire dal 1° gennaio 2020, il formato è stato arricchito con l'informazione della data di regolamento, in modo tale da poter svolgere analisi anche su alcune tipologie di operatività svolta dagli Specialisti (per esempio *trade* con regolamento *non standard* pari a 2 giorni lavorativi, come quelli contestuali o con regolamento superiore ai 7 giorni anche detti *forward transactions*).

Tale incremento si è verificato prevalentemente nella seconda parte dell'anno, in un contesto in cui, come illustrato in precedenza, l'attività su MTS è notevolmente aumentata (Grafico II.7).

GRAFICO II.14: VOLUMI MENSILI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI SU PIATTAFORME DIVERSE DA MTS (MILIONI DI EURO)



Fonte: Elaborazione su dati EMAR

Gli scambi per tipologie di controparti

Dalle informazioni acquisite tramite le reportistiche EMAR, è possibile monitorare la liquidità presente sulle diverse piattaforme di negoziazione, nonché i *trend* sui singoli comparti, per area geografica e per tipologia di investitore.

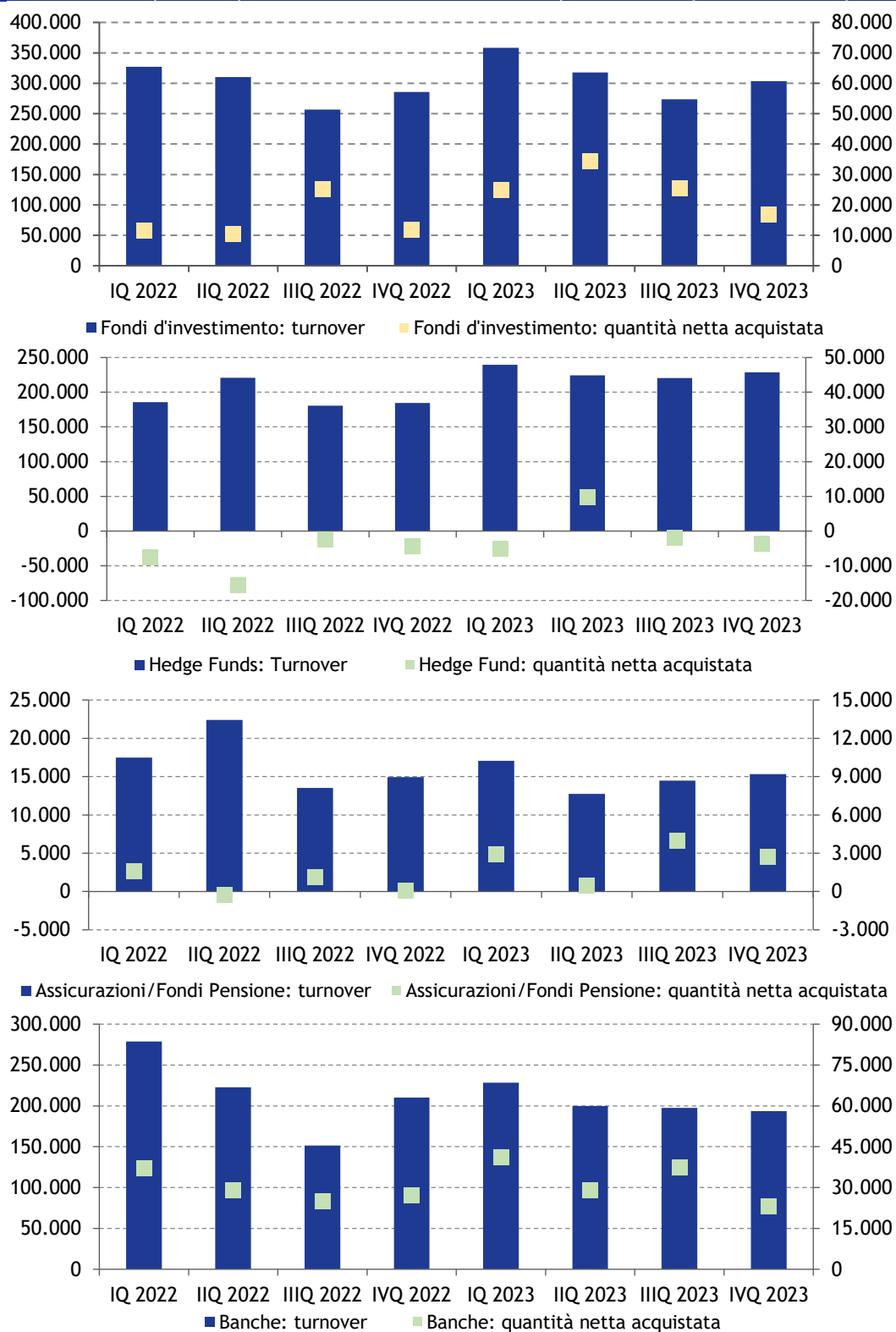
Relativamente all'evoluzione della domanda per tipologia di investitore, di seguito sono rappresentati i grafici con l'andamento dei volumi assoluti e delle quantità nette (acquisti meno vendite) scambiate con gli Specialisti dalle principali categorie di investitori: banche, fondi di investimento, fondi pensione e assicurazioni, fondi *hedge*.

Il grafico sotto riportato evidenzia che, anche nel 2023, i principali investitori in titoli di Stato sono stati i fondi d'investimento e le banche, sia in termini di volumi assoluti che di flussi netti di acquisti. I fondi di investimento hanno scambiato volumi pari al 41% del totale, in linea con l'anno precedente, mentre la quota del comparto bancario è calata al 26,9% (dal 30% del 2022), seppur con un contributo preponderante sul totale degli acquisti netti.

La quota dei volumi negoziati da fondi pensione e dalle assicurazioni sul totale degli scambi è risultata modesta, pari a circa al 2% come nei due anni precedenti.

Inoltre, si è rafforzato il peso degli *hedge fund* sul totale delle negoziazioni (salito al 30% rispetto al 27% del 2022), sebbene in termini di acquisti netti il contributo complessivo sia risultato pressoché nullo. Tale dinamica non sorprende dal momento che questo tipo di operatori trae parte notevole della propria redditività in contesti di volatilità elevata e per sua natura tende a mantenere un posizionamento neutro alla fine di ogni periodo contabile.

GRAFICO II.15: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE - GESTORI DI FONDI, BANCHE, FONDI PENSIONE ED ASSICURATIVI, HEDGE FUND (MILIONI DI EURO)

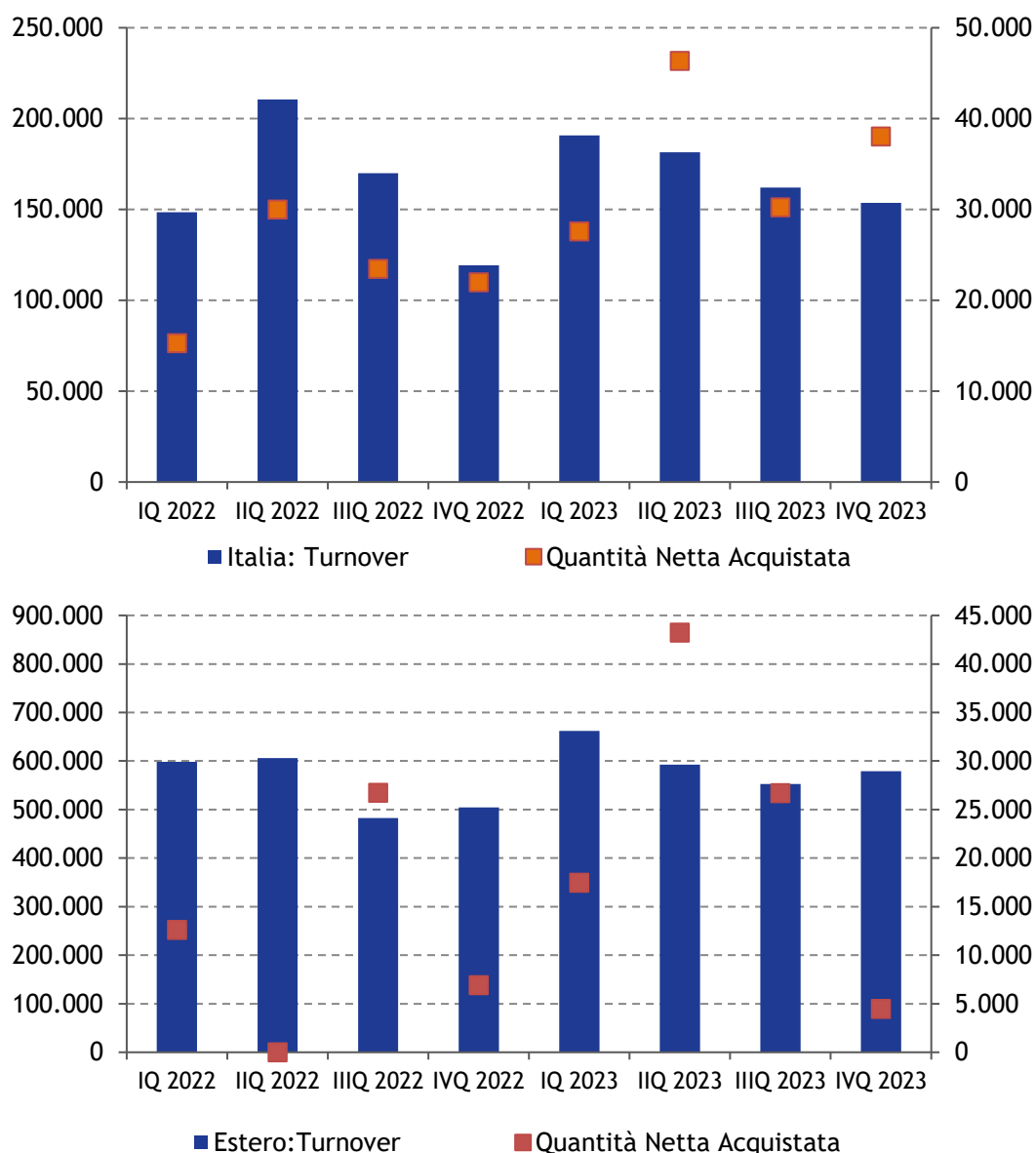


Fonte: Elaborazione su dati EMAR

Gli scambi per area geografica di residenza delle controparti

L'evoluzione della domanda per area geografica, ripartita tra investitori italiani ed esteri, ha evidenziato nel 2023 una tendenza inversa rispetto al 2022: i volumi negoziati da controparti italiane sono aumentati di circa il 6% mentre la quota sul totale degli scambi si è attestata su livelli in linea con l'anno precedente. Tuttavia, il contributo degli investitori italiani in termini di acquisti netti è notevolmente cresciuto, arrivando a superare i 140 miliardi di euro contro i 90 miliardi dell'anno precedente.

GRAFICO II.16: VOLUMI TRIMESTRALI NEGOZIATI DAGLI SPECIALISTI PER TIPOLOGIA DI RESIDENZA DELLA CONTROPARTE (MILIONI DI EURO)



Fonte: Elaborazione su dati EMAR

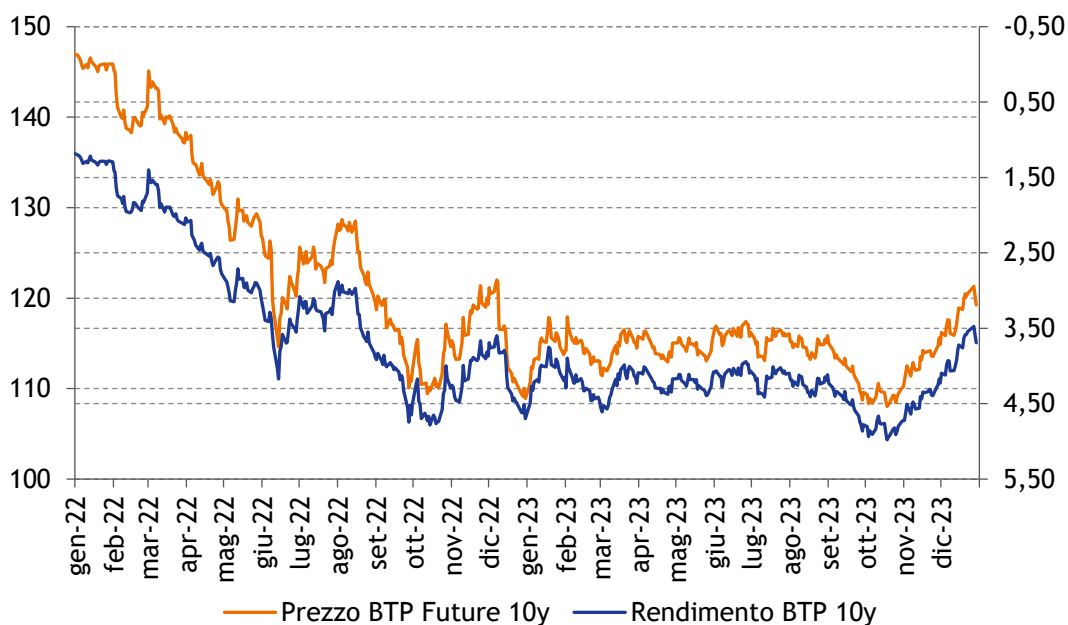
Gli investitori finali esteri, invece, hanno rappresentato la quota preponderante del totale degli scambi eseguiti nel 2023, con valori in crescita

rispetto all'anno precedente. Anche con riferimento agli acquisti netti, si è registrato un incremento sia in termini assoluti che in percentuale sul totale (39% contro il 34% del 2022).

L'Evoluzione del mercato dei BTP Future

Per quanto concerne il mercato dei BTP *Future*³⁷, l'evoluzione delle quotazioni sulla scadenza decennale italiana (molto più liquida rispetto ai contratti sulle scadenze triennali e quinquennali) è risultata in linea con la *performance* dei BTP *benchmark* decennali (Grafico II.17). Tuttavia, si evidenziano alcuni scostamenti coincidenti con le fasi di maggior volatilità dei mercati e in occasione dei cambi del BTP *benchmark* di riferimento.

GRAFICO II.17: ANDAMENTO DEL PREZZO DEL *FUTURE* BTP E DEL RENDIMENTO DEL BTP BENCHMARK SU SCADENZA 10 ANNI (SCALA DI DESTRA INVERTITA, IN %)



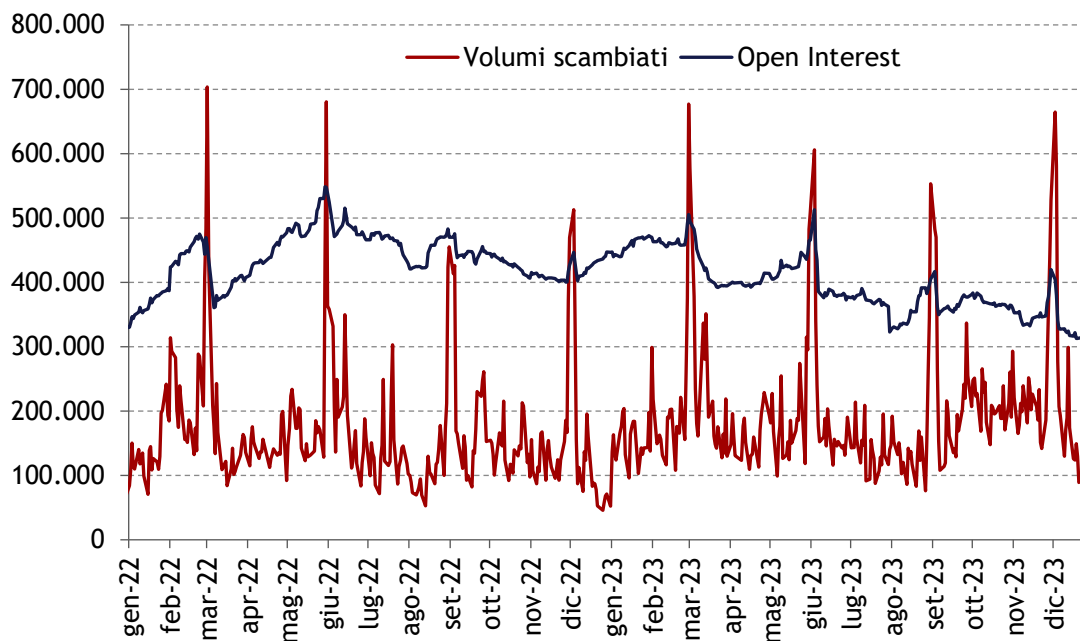
Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Nel 2023, i volumi scambiati sul contratto *Future* decennale hanno fatto registrare un incremento di circa il 17%, dando continuità al *trend* di crescita degli ultimi anni. Contrariamente a quanto avvenuto nell'anno precedente, inoltre, si riscontra anche una riduzione dei livelli di *open interest*³⁸, nell'ordine degli 11 punti percentuali (Grafico II.18). Infine, rispetto al 2022, in prossimità delle scadenze del *Future* della seconda parte dell'anno, si evidenzia una maggiore operatività in termini di volumi scambiati, in contrapposizione alla riduzione dei livelli di *open interest*.

³⁷ Le negoziazioni dei contratti *Future* su BTP si svolgono sulla piattaforma Eurex.

³⁸ 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 uno specifico istante. Le fasi di forte salita normalmente indicano una tendenza in una medesima direzione di una fetta ampia di operatori.

GRAFICO II.18: VOLUMI DI LOTTI SCAMBIATI E OPEN INTEREST DEL CONTRATTO BTP-FUTURE NEGOZIATI SULLA SCADENZA DECENNALE SUL MERCATO EUREX



Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

III. LA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO NEL 2023

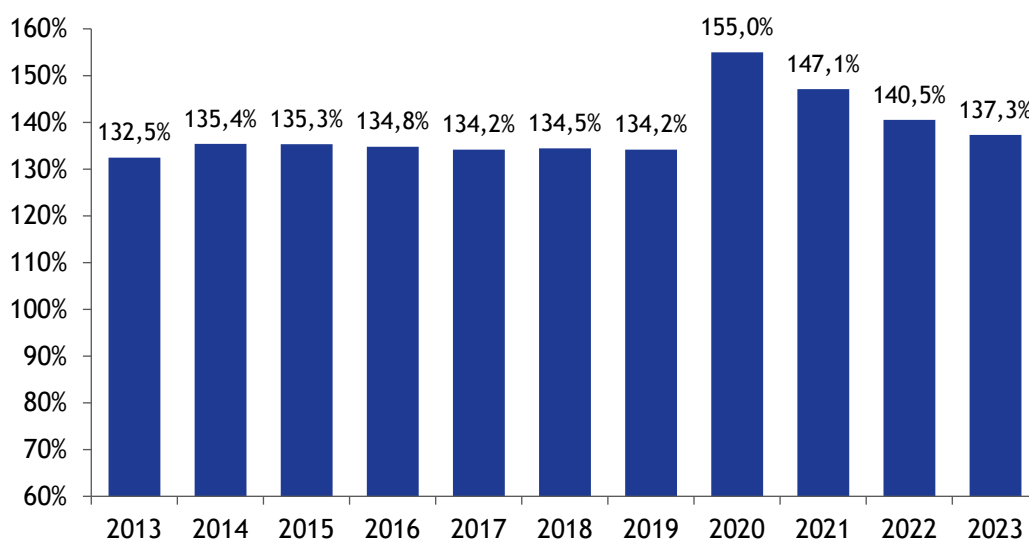
III.1 LA CONSISTENZA DEL DEBITO PUBBLICO

Il livello assoluto del debito pubblico³⁹ al 31 dicembre 2023 era pari a 2.863,4 miliardi di euro, con un incremento di circa 105 miliardi rispetto a fine 2022.

Lo stesso aggregato in rapporto al PIL è risultato pari al 137,3% nel 2023, in diminuzione di 3,2 punti percentuali rispetto all'anno precedente e di ben 17,6 punti percentuali se si considerano cumulativamente i tre anni successivi al 2020, quando il rapporto debito/PIL aveva raggiunto il suo massimo storico. Tale miglioramento è in parte effetto di una revisione al rialzo del PIL nominale di circa 2 punti percentuali a partire dal 2021, contestuale a lievi revisioni dei livelli dello stock di debito pubblico a partire dal 2019. A questo si aggiungono, per il 2023, l'andamento positivo del fabbisogno di cassa e la crescita nominale del PIL, entrambi superiori alle attese.

Di seguito si riporta l'evoluzione del rapporto Debito/PIL nell'ultimo decennio:

GRAFICO III.1: EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL – 2013-2023



Fonte: elaborazione su dati ISTAT e Banca d'Italia

In merito agli strumenti finanziari di cui si compone, al 31 dicembre 2023 i titoli negoziabili dell'amministrazione centrale e degli enti locali rappresentavano insieme l'83,1% (+0,4% rispetto al 2022). Le quote contratte nella forma di prestiti

³⁹ Il debito pubblico o debito delle Amministrazioni pubbliche è ufficialmente calcolato dalla Banca d'Italia ("[Finanza pubblica: fabbisogno e debito](#)") sulla base di criteri settoriali e metodologici definiti nel Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 549 del 2013, ovvero il Sistema Europeo di Conti Nazionali e Regionali (SEC 2010).

e quella rappresentata da monete e depositi rappresentavano rispettivamente il 10% (+0,6% rispetto al 2022) e il 7% (-0,9% rispetto al 2022) dell'aggregato. Nella consistenza dei prestiti sono incluse le passività relative ai programmi dell'Unione europea, di cui le nove tranche erogate, tra il 2020 e il 2021 per complessivi 27,4 miliardi di euro, nell'ambito del programma SURE (*Support to mitigate Unemployment Risks in an Emergency*) e i circa 60,9 miliardi di prestiti dello strumento *Next Generation EU*.

Il debito negoziabile coincide sostanzialmente con l'ammontare dei titoli di Stato, la cui gestione è oggetto dell'approfondimento nei successivi paragrafi. Di seguito sono illustrati più in dettaglio i risultati raggiunti rispetto agli obiettivi definiti nel capitolo I e le attività poste in essere a tal fine.

III.2 I RISULTATI DELLA GESTIONE IN RELAZIONE AGLI OBIETTIVI

La composizione dello stock dei titoli a fine anno

L'attività di emissione svolta nel corso dell'anno non ha modificato significativamente la composizione dello *stock* di titoli che, data l'entità delle consistenze in gioco, si è mantenuta relativamente stabile (Grafico III. 2).

In lieve diminuzione la quota di BTP nominali che a fine 2023 rappresentava il 72,77% dell'aggregato contro il 72,93% dell'anno precedente. All'interno di tale categoria, un ulteriore 1,48% è costituito dal BTP Green, il cui peso è aumentato di circa mezzo punto percentuale rispetto allo 0,94% del 2022.

In discesa il peso del comparto inflazione, con le consistenze di BTP€i e BTP Italia che si sono attestate, rispettivamente, al 7,38% e 3,23%, in calo di poco meno di un punto percentuale rispetto ai valori dello scorso anno, ovvero, 8,20% per il BTP€i e 4,15% per il BTP Italia. Nonostante l'elevata inflazione che ha caratterizzato l'anno in esame e che incide sul valore rivalutato di tali titoli, il peso del comparto è diminuito per effetto di emissioni nette di BTP€i e BTP Italia ampiamente negative; se ne discuterà più in dettaglio nei paragrafi successivi.

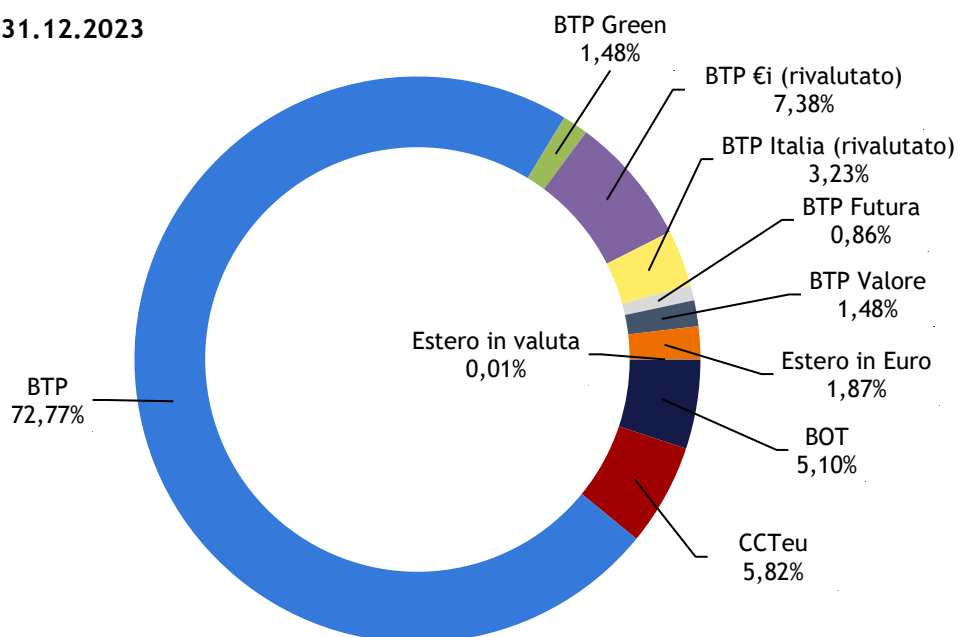
Oltre al BTP Italia, tra i titoli riservati agli investitori *retail* si annoverano il BTP Futura, per il quale anche nel 2023 non si è ritenuto opportuno procedere con nuove emissioni, con una conseguente, seppur marginale, riduzione della relativa quota di debito (0,86% nel 2023 vs 0,90% nel 2022) e il BTP Valore. Tale tipologia di titolo è stata proposta per la prima volta nell'anno considerato, con emissioni che hanno pesato per l'1,48% sul totale.

In lieve contrazione anche la quota di debito collocata tramite strumenti a tasso variabile, con la percentuale di CCTeu che si è attestata al 5,82%, contro il 5,97% del 2022. Sulle scadenze più brevi, il peso del BOT ha rappresentato il 5,10% sullo *stock* totale, contro una quota del 4,86% nel 2022.

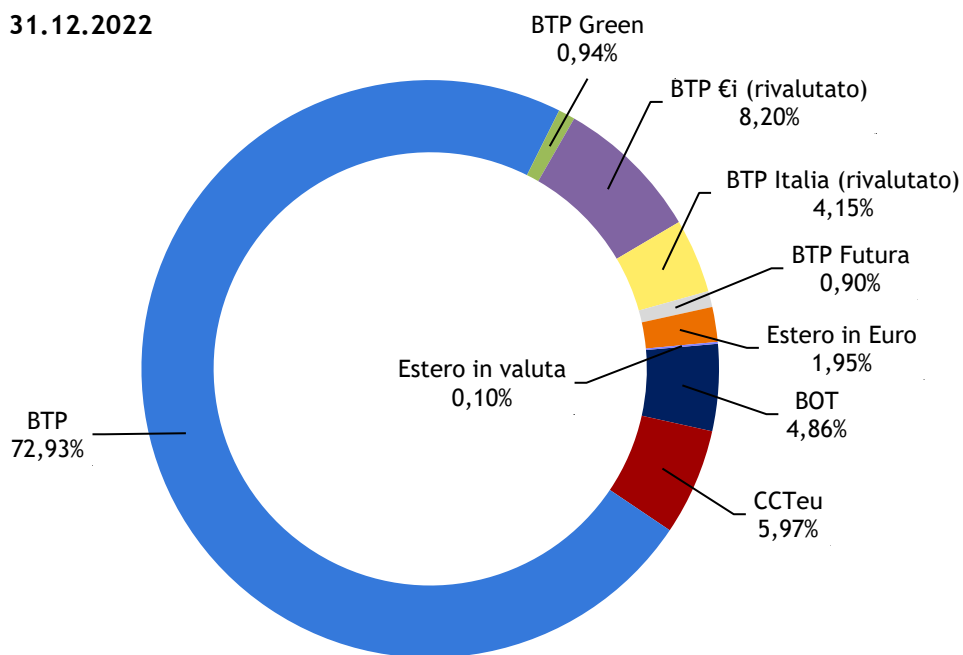
Infine, è risultata in calo la consistenza relativa del comparto estero, alimentato dai titoli in valuta diversa dall'euro, che per effetto di scadenze occorse nell'anno, al 31 dicembre 2023 rappresentavano solo lo 0,01% della quota di debito, e dai titoli in euro il cui peso sul totale dello *stock*, in ragione di emissioni nette negative, è passato dall'1,95% del 2022 all'1,87% del 2023.

GRAFICO III.2: COMPOSIZIONE DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO AL 31 DICEMBRE 2023 ED AL 31 DICEMBRE 2022

31.12.2023



31.12.2022

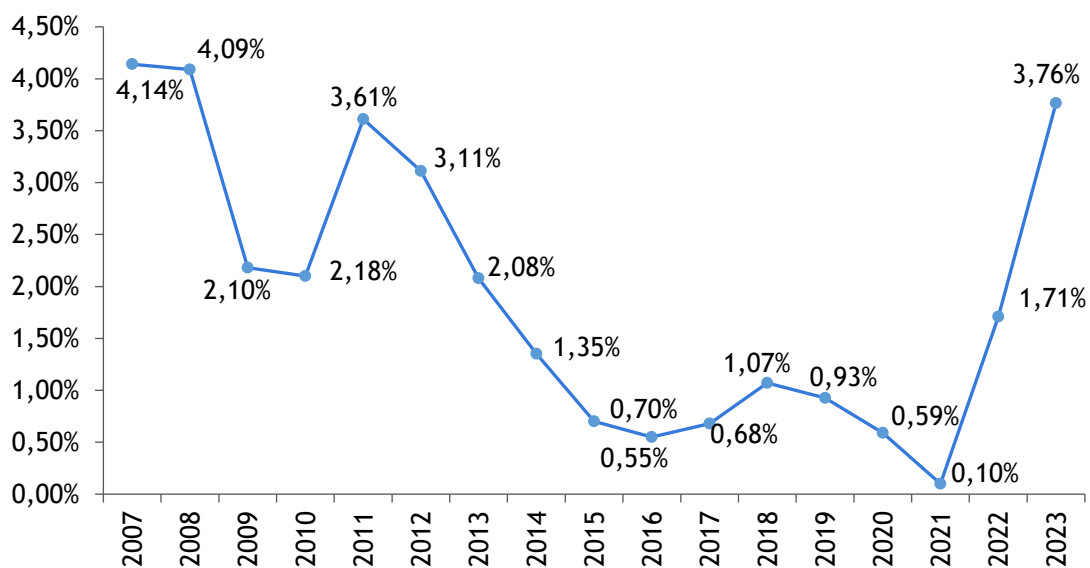


Fonte: MEF

Il costo medio e l'esposizione ai principali rischi dello stock dei titoli

Nell'anno in esame il costo medio ponderato all'emissione si è attestato sul 3,76%, in deciso aumento rispetto all'anno 2022 e al minimo storico toccato nel 2021 con un valore dello 0,10%, che confermava la tendenza al ribasso delineatasi nel triennio precedente. Il *trend* registratosi negli ultimi due anni è chiaramente il risultato del rialzo dei tassi di mercato e, in parte, della componente di indicizzazione ai prezzi verificatosi nell'anno che influisce sul valore nominale dello stock di titoli indicizzati all'inflazione.

GRAFICO III.3: COSTO MEDIO ALL'EMISSIONE DEI TITOLI DI STATO - ANNI 2007-2023 (IN PUNTI PERCENTUALI)



Fonte: MEF

In termini di cassa, il costo medio del debito antecedente alle operazioni in derivati calcolato come rapporto tra gli interessi di cassa⁴⁰ pagati sui titoli di Stato nell'anno t sullo stock di titoli di Stato dell'anno $t-1$, nel 2023 è stato pari al 2,49% contro il 2,14% registrato nel 2022.

Includendo anche il complesso dei derivati in essere, il valore del costo di cassa del 2023 si porta al 2,53%, contro il 2,27% del 2022.

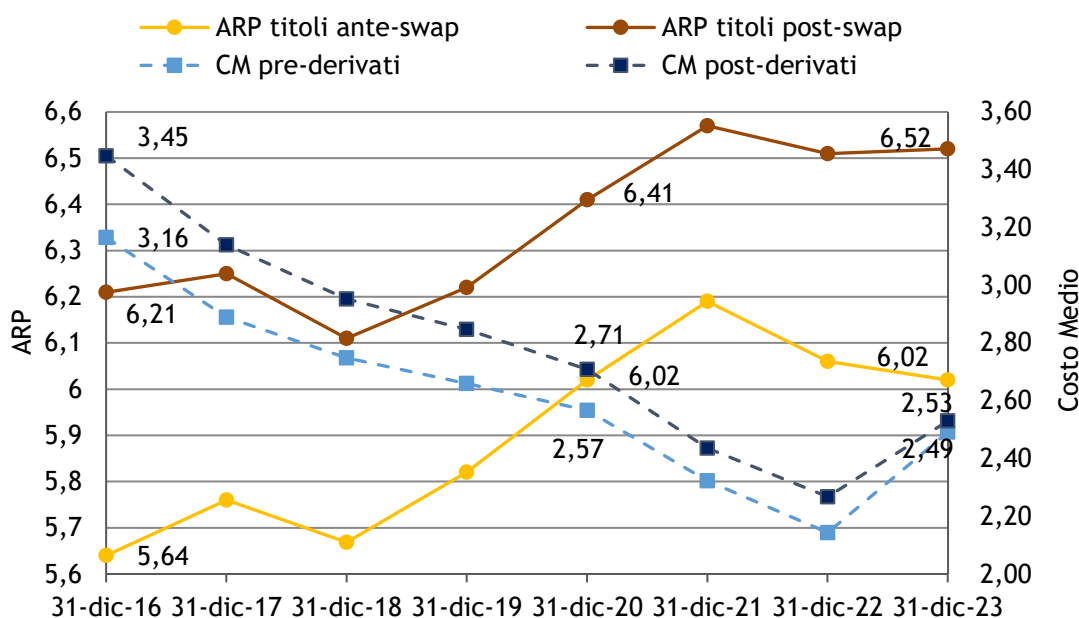
Dunque, nel 2023, l'impatto del portafoglio derivati⁴¹ è stato pari allo 0,04%, in diminuzione rispetto allo 0,13% dell'anno precedente. Un risultato che conferma il progressivo *trend* di avvicinamento tra le due serie di costo medio "pre" e "post" operazioni derivate, già delineatosi negli anni passati. Tale differenza di costo rappresenta la misura del costo marginale sostenuto dal Tesoro a fronte di una

⁴⁰ 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.

⁴¹ 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.

maggior copertura del rischio di tasso d'interesse, rispetto all'esposizione risultante dal solo ricorso alle emissioni dei titoli.

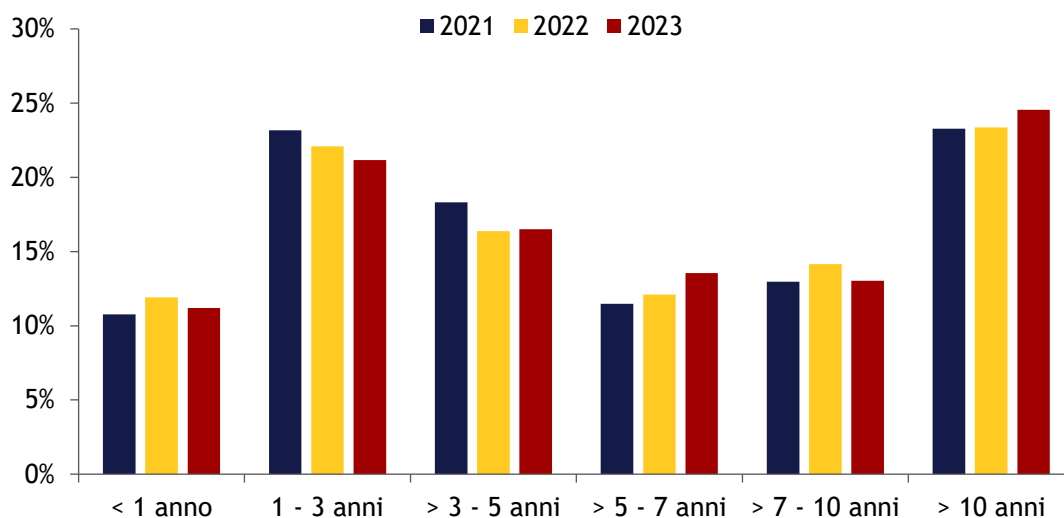
GRAFICO III.4: COSTO MEDIO DI CASSA DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO E ARP PRE E POST DERIVATI - ANNI 2016-2023 (IN PUNTI PERCENTUALI)



Fonte: MEF

Coerentemente, quindi, si osserva come la gestione del portafoglio derivati abbia contribuito ad allungare l'ARP (*Average Refixing Period*), indicatore sintetico del rischio di tasso che esprime il tempo medio nel quale lo *stock* di debito viene ad incorporare i mutamenti dei tassi di interesse. Alla fine del 2023, l'ARP complessivo *post swap* si è attestato a 6,52 anni, superiore di sei mesi rispetto al corrispondente valore *ante swap* di 6,02 anni. L'impatto dei derivati sull'ARP è stato pertanto maggiore rispetto al 2022 (0,50 vs 0,45).

Nel 2023, tale indicatore ha mostrato un andamento piuttosto stabile nel comparto domestico, attestandosi a 6 anni dai 6,03 nel 2022, e decrescente nel comparto estero, il cui ARP ha mostrato una flessione di quasi sei mesi, attestandosi a 6,96 anni dai 7,42 dell'anno precedente. La flessione di circa 5,5 mesi registrata dal comparto delle emissioni estere nel 2023 è dovuta, da un lato, all'assenza di nuove emissioni in valuta diversa dall'euro nel corso dell'anno e, dall'altro, alla scadenza naturale di un *global bond* in dollari statunitensi e di un'emissione di tipo *EMTN* denominata in yen giapponesi. Il contributo del portafoglio di strumenti derivati nel 2023 ha riportato l'indicatore *post swap* a una sostanziale stabilità rispetto all'anno precedente: l'ARP complessivo si è attestato a 6,52 anni contro i 6,51 del 2022.

GRAFICO III.5: SCADENZE PER CLASSI DI VITA RESIDUA ANNI 2021-2023

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

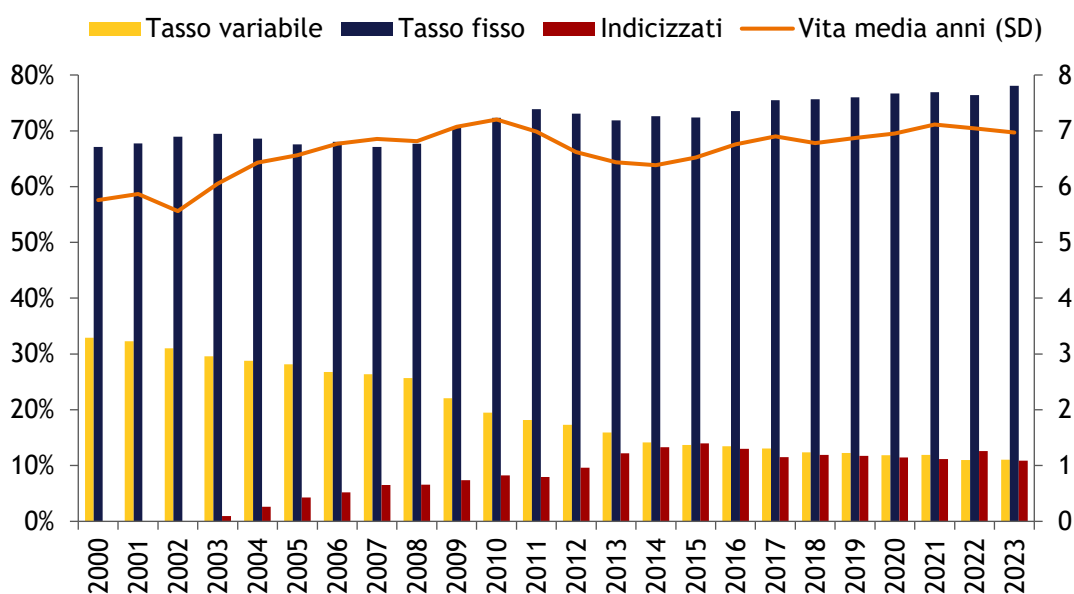
Fonte: MEF

Oltre al rischio di tasso, la gestione del debito pubblico italiano si focalizza sul contenimento del rischio di finanziamento, per il quale la vita media dello *stock* dei titoli di Stato rappresenta l'indicatore più noto. Nel 2023 la vita media è risultata pari a 6,97⁴² anni, un valore lievemente inferiore ai 7,04 anni del 2022 (Grafico III.6). Nonostante la continuazione del rapido e significativo percorso di incremento dei tassi di politica monetaria operato da parte della BCE e il conseguente rialzo dei tassi di interesse, il Tesoro è riuscito a mantenersi piuttosto attivo sulla parte lunga della curva dei rendimenti - nominale, indicizzata e del tasso variabile. Tuttavia, l'accorciamento della vita media ha scontato qualche minore importo collocato in titoli ultra-lunghi e, soprattutto, un volume dei rimborsi sulle scadenze a medio-lungo termine superiore al 2022.

Come di consueto, le operazioni straordinarie di gestione del debito hanno contribuito a ridimensionare lo *stock* di titoli con vita residua più breve e ad accrescere l'offerta di titoli (*off-the-run*) a più lungo termine.

⁴² La vita media alla fine dell'anno è invece passata a 7,33 anni, dai precedenti 7,31 anni, se si considerano anche i prestiti ricevuti nell'ambito dei Programmi SURE e *Next Generation EU*.

GRAFICO III.6: EVOLUZIONE DELLA STRUTTURA E DELLA VITA MEDIA DEL DEBITO (IN ANNI)



Fonte: MEF

TABELLA III.1: VITA MEDIA DELLO STOCK DI TITOLI DI STATO (IN ANNI)

	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Titoli domestici	7,00	6,94	6,88
Titoli esteri	12,61	11,89	11,80
Stock di titoli di Stato	7,11	7,04	6,97

Fonte: MEF

FOCUS

L'impatto sulla gestione del debito derivante dalla partecipazione ai programmi SURE e NGEU

Tra le principali linee di intervento proposte per fare fronte alla ripresa post-pandemica, la Commissione europea ha previsto due programmi di supporto alle economie degli Stati membri, SURE e *Next Generation EU*⁴³.

Nel corso del 2023, l'Italia ha ricevuto la quarta e la quinta erogazione di prestiti NGEU, entrambe con scadenza trentennale, per importi pari rispettivamente a 8,55 e 14,45 miliardi di euro. Nel complesso, pertanto, i prestiti sinora ricevuti nell'ambito dei due programmi ammontano a circa 88,3 miliardi di euro.

Per quanto concerne la quota dei prestiti europei sullo stock dei titoli in circolazione, a fine 2023 questa risulta pari al 3,56% (rispetto al 2,78% del 2022), di cui il 2,45% di prestiti nell'ambito del programma NGEU e l'1,11% nell'ambito dello SURE. Nonostante la quota esigua rispetto allo stock complessivo del debito pubblico italiano, la durata elevata dei prestiti concessi al nostro Paese ha consentito comunque di allungare la vita media del debito fino a 7,33 anni, se si considerano tali prestiti (6,97 anni se li si escludono).

Nelle tabelle III.2 e III.3, si evidenzia l'impatto dei suddetti prestiti in termini di esposizione al rischio di tasso di interesse espressi da *duration* ed ARP (*Average Refixing Period*) al netto e al lordo delle operazioni in derivati.

TABELLA III.2: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2022-2023 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO, ANTE DERIVATI, E PRESTITI EUROPEI (IN ANNI)

	Duration		ARP	
	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2023
Titoli domestici ante derivati	5,05	5,23	6,03	6,00
Titoli esteri ante derivati	6,38	6,35	7,42	6,96
SURE	9,84	9,14	12,77	11,70
NGEU	16,28	14,71	19,77	19,43
Stock titoli di Stato ante derivati	5,21	5,46	6,36	6,41

Fonte: MEF

TABELLA III.3: ANDAMENTO DI DURATION E ARP NEGLI ANNI 2022-2023 RELATIVAMENTE ALLO STOCK DI TITOLI DI STATO, POST DERIVATI, E PRESTITI EUROPEI (IN ANNI)

	Duration		ARP	
	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2023
Titoli domestici post derivati	5,54	5,66	6,49	6,50
Titoli esteri post derivati	6,26	6,78	7,55	7,42
SURE	9,84	9,14	12,77	11,70
NGEU	16,28	14,71	19,77	19,43
Stock titoli di Stato post derivati	5,68	5,88	6,80	6,89

Fonte: MEF

⁴³ Per informazioni dettagliate sui due programmi si rimanda al focus "L'impatto sulla gestione del debito derivante dalla partecipazione ai programmi SURE e NGEU" presente nel Rapporto sul Debito Pubblico degli anni precedenti.

III.3 L'ATTIVITÀ IN TITOLI DI STATO

Scadenze e rimborsi dei titoli di Stato

Nel 2023 sono stati rimborsati titoli di Stato per un ammontare complessivo pari a 415.760 milioni di euro, un importo superiore di circa 21,8 miliardi rispetto all'anno precedente e così ripartito: 399.660 milioni di euro relativi a titoli scaduti nell'anno⁴⁴, 16.002 milioni di euro di riacquisti effettuati tramite operazioni di concambio e 158 milioni di euro corrispondenti a rimborsi di quote di capitale di titoli soggetti ad ammortamento.

Nel comparto a breve termine, i rimborsi dei BOT sono stati pari a 145.284 milioni di euro nel 2023, contro i 141.685 milioni scaduti nell'anno precedente.

Sul medio-lungo termine, le scadenze ammontavano a 254.316 milioni di euro⁴⁵, un valore superiore per circa il 12% rispetto ai 227.853 milioni scaduti nel 2022. Se si tiene conto anche dei volumi oggetto di operazioni di riacquisto e concambio e delle rate di ammortamento, si arriva ad un totale pari a 270.476 milioni di euro, un dato che supera del 7% circa i 252.234 milioni relativi all'anno precedente.

Emissioni nette e copertura del fabbisogno

Nel 2023 il fabbisogno del Settore Statale è stato pari a 108.571 milioni di euro, in peggioramento di circa 42 miliardi rispetto al 2022, per effetto di un incremento dei pagamenti finali più marcato rispetto a quello degli incassi finali.

I principali fattori che hanno determinato l'aumento dei pagamenti riguardano trasferimenti a famiglie e imprese, la crescita dei prelievi delle Amministrazioni Locali e degli Enti di Previdenza e maggiori interessi passivi. Dal lato degli incassi, l'andamento del saldo è stato influenzato, principalmente, da: minori utili versati dalla Banca d'Italia, minori flussi netti in entrata dalla gestione dei *collateral*, minori incassi per il rilascio di autorizzazioni e licenze per i servizi di telecomunicazioni e minori trasferimenti da parte della UE dei contributi a fondo perduto del *Recovery Fund*.

Come rappresentato nella tabella III.4, tale fabbisogno è stato coperto dalle emissioni nette contabilizzate nel bilancio dello Stato,⁴⁶ cui si sono aggiunti i prestiti ricevuti nell'ambito del programma *Next Generation EU* (pari a 23.000 milioni di euro nel 2023) per un totale di 120.032 milioni di euro. Le stesse hanno garantito copertura al fabbisogno aggiuntivo generato dalla variazione positiva del saldo del Conto disponibilità del Tesoro, pari a 6.385 milioni di euro nel 2023, e a movimentazioni di tesoreria negative per 5.077 milioni di euro. In tali altre forme di copertura è contabilizzato il contributo positivo della raccolta REPO, pari a 9.300 milioni di euro.

⁴⁴ L'ammontare indicato non include gli importi che, pur scadendo nell'anno, sono stati riacquistati in anticipo attraverso operazioni di riacquisto o concambio.

⁴⁵ Sono incluse le somme giacenti nel Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato ed utilizzate ai fini del rimborso di titoli in scadenza nell'anno in esame, per un importo pari a 2.180 milioni di euro.

⁴⁶ 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.

TABELLA III.4: EMISSIONI*, SCADENZE E COPERTURA DEL FABBISOGNO DEL SETTORE STATALE (MILIONI DI EURO)

	2023
Emissioni nominali	515.854
Rimborsi nominali	415.760
Emissioni al netto ricavo (a)	514.569
Prestiti NGEU (b)	23.000
Rimborsi al netto ricavo (c)	417.537
Emissioni nette (d) = (a) + (b) - (c)	120.032
Altre forme di copertura giacenti in Tesoreria dello Stato⁴⁷ (g) = - (e) + (f) - (d)	-5.077
Totale coperture (d) + (g)	114.956
Variatione Conto disponibilità del Tesoro 31-12-2023 vs 31-12-2022 (f)	6.385
Saldo di cassa del Settore Statale (e)	-108.571

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

Fonte: MEF

TABELLA III.5: TITOLI DI STATO EMESSI* AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO (MILIONI DI EURO)

	Totale 2022	I Trimestre 2023	II Trimestre 2023	III Trimestre 2023	IV Trimestre 2023	Totale 2023
Totali a breve termine (BOT)	139.370	39.160	40.531	44.251	32.223	156.164
Totali a medio-lungo termine	277.970	89.844	108.867	67.453	77.027	343.190
di cui:						
BTP	223.568	68.202	74.378	60.922	54.117	257.620
BTP€i	14.465	5.200	8.827	3.369	1.725	19.121
BTP ITALIA	21.435	9.917	0	0	0	9.917
BTP VALORE	0	0	18.191	0	17.190	35.381
CCTeu	18.503	6.275	6.200	3.163	3.994	19.632
Titoli esteri	0	250	1.270	0	0	1.520
Totali	417.340	129.003	149.397	111.704	109.250	499.354

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

Fonte: MEF

Nella Tabella III.5, infine, si rappresenta il profilo temporale dell'attività di emissione, tipicamente parallelo a quello del fabbisogno. Tale attività è stata molto sostenuta per tutto l'anno con un, seppur lieve, rallentamento negli ultimi due trimestri. Complessivamente, il volume di titoli di Stato emessi è risultato pari a 499.354 milioni di euro, superiore di circa 82 miliardi rispetto a quanto collocato nel 2022; considerando le emissioni effettuate tramite operazioni di concambio, per un ammontare di 16.500 milioni di euro, l'importo totale delle emissioni lorde nel 2023 ha raggiunto quota 515.854 milioni di euro contro i 424.340 milioni di euro dell'anno precedente.

⁴⁷ In questa voce sono incluse anche le operazioni pronti contro termine (Repo) in essere al 31 dicembre 2023.

Innovazioni e adeguamento della strategia di gestione

Nel corso del 2023 c'è stata una normalizzazione delle quantità offerte in asta e dell'ammontare emesso tramite sindacati di collocamento. Di quest'ultima tipologia, infatti, sono stati effettuati collocamenti per circa 31 miliardi, un importo lievemente superiore ai 28 miliardi del 2022 e nettamente inferiore rispetto ai circa 65 miliardi del 2021.

Inoltre, il Tesoro non è ricorso alla *facility* riservata agli Specialisti in Titoli di Stato, strumento introdotto nel 2020 con l'obiettivo di effettuare, nelle settimane senza aste o complementariamente a queste, emissioni di uno o più titoli *off-the-run* (cosiddette "tap").

In linea con quanto avvenuto negli ultimi anni, anche nel 2023 il Tesoro ha proseguito la sua strategia di ampliamento del coinvolgimento degli investitori *retail*. Come si dirà meglio di seguito, con l'emissione di un BTP Italia e il lancio del nuovo BTP Valore, emesso sia a giugno che ottobre, i risparmiatori *retail* hanno sottoscritto nel 2023 un ammontare di circa 44 miliardi di titoli ad essi dedicati, il più elevato valore mai registrato in un singolo anno.

Infine, con riferimento al funzionamento del mercato dei titoli di Stato, in considerazione delle modifiche già apportate nel 2022 e dell'efficienza del sistema in vigore, nel corso del 2023 il Tesoro ha effettuato solo dei minimi aggiustamenti ai criteri di valutazione degli Specialisti, al fine di tenere conto anche dell'attività di negoziazione in pronti contro termine svolta dagli operatori con il Tesoro.

Titoli domestici

BOT

Nel 2023 le emissioni lorde di BOT sono state pari a circa 156.164 milioni di euro, valore in aumento di quasi 17 miliardi di euro rispetto al 2022. In crescita anche le emissioni nette di circa 11 miliardi di euro, mentre si è registrato un calo della percentuale di emissioni BOT rispetto al totale dei titoli emessi nel corso dell'anno, dal 33% al 30%.

La scelta di limitare l'impiego dei BOT rispetto al totale delle emissioni si colloca all'interno di una strategia che si pone come obiettivo primario di mitigare il rischio di rifinanziamento e risponde alla volontà di allungare le scadenze nonché aumentare la vita media del debito. La realizzazione di tale obiettivo è stata agevolata dal ricorso agli strumenti dei pronti contro termine, i quali, grazie alla loro flessibilità in termini di *timing* dell'operatività, scelta delle durate, ampia liquidità e rapidità di esecuzione, hanno consentito di utilizzare i titoli BOT come un efficace strumento di tesoreria piuttosto che come una soluzione mirata a risolvere situazioni di criticità a breve termine.

Un ulteriore strumento innovativo rispetto al passato, che ha garantito al Tesoro ampi margini di flessibilità, è stato rappresentato dalla facoltà di riapertura di ulteriori *tranche* di BOT, scelti in base alla domanda specifica, alla performance relativa sul mercato a pronti e su quello a pronti contro termine e alla liquidità. In più occasioni, infatti, sono stati coperti diversi punti della curva nella stessa tornata d'asta, con collocamenti mirati all'ottimizzazione della strategia di *funding* a breve

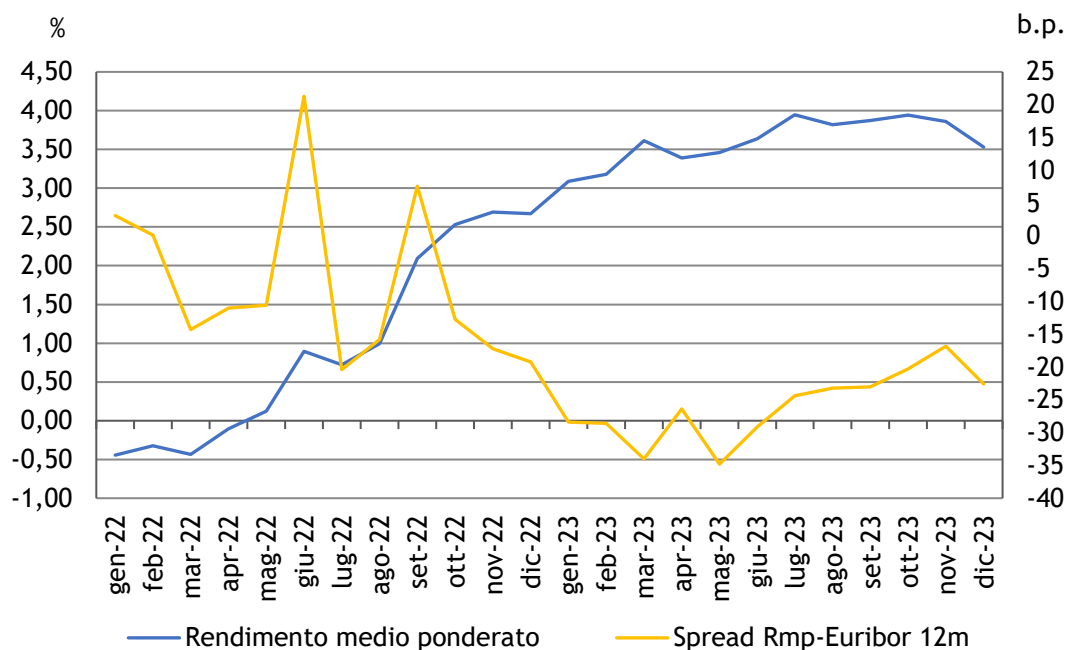
termine, dettata dalle esigenze di cassa. Questa soluzione, anche in una prospettiva di progressiva riduzione delle emissioni del comparto, ha garantito una maggiore liquidità delle linee interessate e flessibilità nella politica di emissione. Inoltre, grazie alle suddette riaperture, anche per il 2023, non si è reso necessario il ricorso all'emissione di BOT trimestrali e flessibili (cioè con scadenze non standard).

Durante l'anno, per quanto attiene alle nuove linee, il Tesoro ha provveduto ad emettere esclusivamente BOT sulle scadenze semestrali e annuali. Lo *stock* dei BOT in circolazione a fine anno è risultato pari a circa 122.057 milioni di euro, suddiviso rispettivamente in circa 94.720 milioni di euro per i BOT annuali e circa 27.337 milioni di euro per i semestrali⁴⁸. Il totale 2023 è risultato superiore di circa 11 miliardi di euro rispetto all'anno 2022 e - in rapporto allo stock di tutti i titoli - è incrementato da 4,86% a 5,10%, con un'inversione del *trend* al ribasso mostrato negli anni precedenti. Il dato relativo all'incremento della percentuale di BOT in rapporto al debito e la contestuale riduzione delle emissioni lorde sempre sul totale delle emissioni dell'anno si spiega con la strategia di emissione adottata nel 2023 di allungamento delle scadenze sul comparto BOT, incrementando il segmento annuale rispetto a quello semestrale.

Per quanto concerne l'andamento dei rendimenti nelle aste, l'andamento in corso d'anno ha subito un'influenza significativa per effetto delle decisioni della BCE. Nella prima metà dell'anno, la BCE ha implementato una politica monetaria restrittiva, contribuendo a una marcata variazione dei rendimenti al rialzo. Successivamente, nella seconda metà dell'anno, i rendimenti si sono stabilizzati, mantenendosi comunque su livelli notevolmente superiori rispetto alla media dell'anno precedente. In particolare, il rendimento del BOT semestrale ha raggiunto il picco nel mese di settembre al 3,997%, mentre per il BOT annuale il massimo è stato registrato nel mese di luglio al 3,947%. Nel complesso, i rendimenti dei BOT nel 2023 hanno registrato livelli di gran lunga superiori a quelli dell'anno precedente. Il rendimento di aggiudicazione medio del comparto BOT per il 2023 si è portato sul livello di 3,578%, in aumento di circa 279 punti base rispetto a quello sperimentato nell'anno precedente (0,788%). In particolare, il rendimento medio sul semestrale e sull'annuale è stato rispettivamente pari a 3,542% e 3,611%.

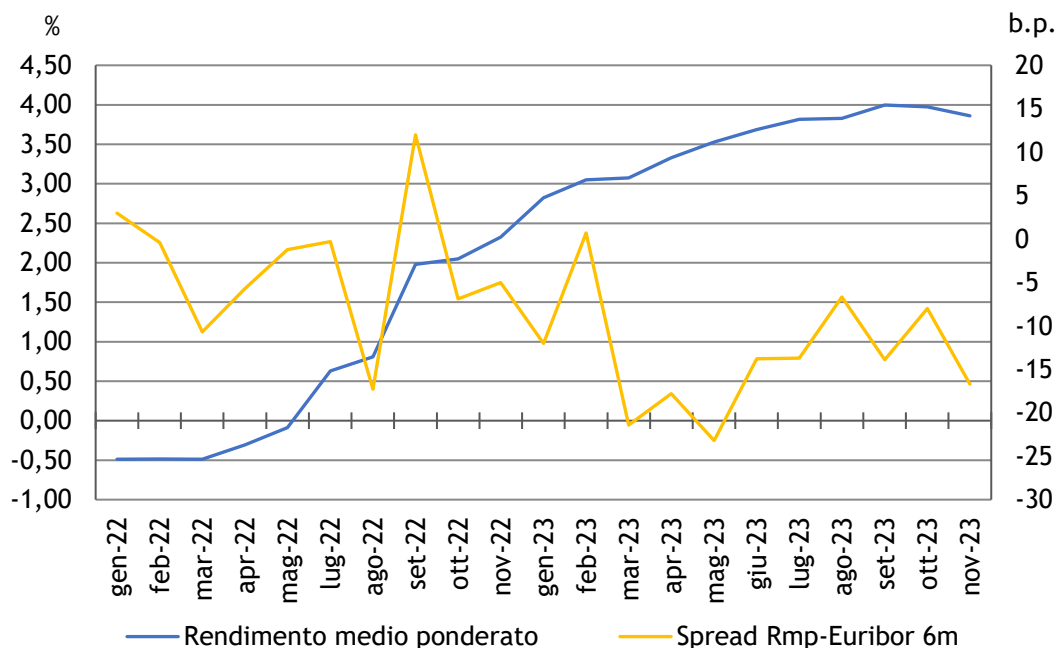
⁴⁸ La suddivisione in BOT semestrali e annuali, sopra riportata, segue il criterio della scadenza originaria dei titoli emessi.

GRAFICO III.7: RENDIMENTO ALL'EMISSIONE DEL BOT 12 MESI - ANNI 2022-23 (TASSI IN %) E SPREAD RENDIMENTO BOT ANNUALE VS TASSO EURIBOR - ANNI 2022-23 (IN PUNTI BASE)



Fonte: MEF

GRAFICO III.8: RENDIMENTO ALL'EMISSIONE DEL BOT 6 MESI - ANNI 2022-23 (TASSI IN %) E SPREAD RENDIMENTO BOT SEMESTRALE VS TASSO EURIBOR - ANNI 2022-23 (IN PUNTI BASE)



Fonti: MEF, Bloomberg

Mediante i due grafici (Grafico III.7 e Grafico III.8) è possibile osservare lo *spread* tra i rendimenti all'emissione del BOT, rispettivamente semestrale e annuale, e i tassi Euribor di pari durata. Si nota come il *trend* di aumento dei tassi

sia stato inizialmente più marcato per il comparto interbancario *unsecured* e solo nella seconda parte dell'anno l'incremento dei tassi si è pienamente trasmesso anche ai titoli governativi italiani. Infatti, lo spread dei rendimenti medi ponderati in asta dei BOT è risultato sempre negativo ed in aumento nel primo semestre 2023, per poi rientrare leggermente nel secondo semestre. Durante il 2023 in ogni caso non si sono osservate fasi di tensione, come emerge dall'assenza di picchi di rendimenti con spread positivo sulla curva *unsecured* Euribor.

Sotto il profilo della partecipazione dei *Primary Dealers* (o Specialisti in titoli di Stato) all'asta, i *bid-to-cover ratio* medi dell'anno sono stati pari a 1,47 per il BOT semestrale, in linea con il valore del 2022, e 1,39 per l'annuale, in leggero ribasso rispetto al 2022 (1,42). In contrazione invece l'*overbidding* medio su entrambe le linee: 0,66 b.p. sul BOT annuale (0,71 b.p. nel 2022) e 0,70 b.p. sul BOT semestrale (0,87 b.p. nel 2022). I dati appena indicati confermano la consolidata richiesta da parte degli operatori dei titoli di stato italiani e l'elevato livello di liquidità degli stessi.

In conclusione, il comparto BOT ha mantenuto, nel complesso, livelli di efficienza soddisfacenti sia sul mercato secondario, in termini di liquidità e profondità, sia sul mercato primario, in termini di rendimenti di aggiudicazione nelle varie aste mensili e di rapporti di copertura.

La composizione della domanda in asta rispetto al 2022, in base ai dati rilevati attraverso gli Specialisti in titoli di Stato secondo il modello armonizzato definito a livello europeo (EMAR⁴⁹), ha evidenziato una riduzione dell'afflusso di capitali investiti da soggetti esteri; nel corso dell'intero 2023, la domanda da estero si è comunque mantenuta oltre il 50%. Specularmente, sono incrementati gli acquisti in asta di investitori italiani, che in media hanno registrato una quota sul totale emesso pari a 32,7%, rispetto al 17,7% del 2022. Il dato, dovuto in parte all'incremento dei tassi d'interessi in termini assoluti, dimostra anche il crescente interesse degli investitori italiani per i titoli del debito pubblico.

Relativamente alla tipologia di investitore coinvolto, per lo scorso anno, si è registrata una riduzione della quota domandata da parte dei fondi d'investimento (28% nel 2023, contro 40% nel 2022), compensata da una maggiore presenza del comparto *retail*, banche centrali, *hedge funds*. Invece, è rimasta invariata la quota proveniente dagli istituti di credito al 36%.

BTP

Nel 2023, le emissioni lorde di BTP sono state pari a 269.120 milioni di euro,⁵⁰ in aumento di circa 38.552 milioni rispetto all'anno precedente, in larga parte dovuto al maggior volume di titoli in scadenza da rifinanziare.

Nel complesso, il peso dei BTP nominali sul circolante dei titoli di Stato è risultato in lieve aumento, attestandosi al 74,2% rispetto al 73,9% del 2022.

Con riferimento alle scadenze più brevi, l'attività di emissione sul segmento *Short Term* è iniziata con la riapertura per 1,25 miliardi di euro del BTP *off the run* con scadenza 1° giugno 2025 nell'asta di fine gennaio, e con il successivo lancio a

⁴⁹ Cfr. *supra*, Cap. II, pagg. 37-39.

⁵⁰ Tale importo include le emissioni ordinarie e tutti i collocamenti effettuati nell'ambito delle operazioni di concambio.

febbraio di un nuovo *benchmark* con scadenza 28 marzo 2025 e cedola 3,40%, collocato per 3,75 miliardi di euro, a cui si aggiungono 1,125 miliardi sottoscritti nell'asta supplementare riservata agli Specialisti in titoli di Stato. Il nuovo titolo è stato emesso regolarmente fino a metà anno, anche in combinazione con il BTP *off the run* dicembre 2024 nell'asta di marzo, raggiungendo un importo in circolazione di circa 15,4 miliardi di euro. A fine luglio, inoltre, è stato offerto un nuovo *benchmark* con scadenza 29 settembre 2025 e cedola 3,60%, anch'esso per un importo di 3,75 miliardi, successivamente riproposto con regolarità per tutta la seconda parte dell'anno, chiudendo con un circolante di 12,5 miliardi di euro.

I rapporti di copertura sui titoli in corso di emissione sono risultati abbastanza regolari, oscillando tra il minimo (1,45) registrato a luglio in occasione del lancio del nuovo *benchmark* e il massimo (1,62) raggiunto nell'asta di fine settembre sul medesimo titolo.

I rendimenti all'emissione hanno registrato il valore più basso (3,03%) in occasione della prima asta del 2023 sul BTP *off the run* con scadenza 1° giugno 2025, e toccato il massimo del 3,99% nell'ultima asta sul comparto tenutasi ad ottobre, in un periodo caratterizzato da un generale incremento dei rendimenti.

Con riferimento alle altre scadenze del comparto BTP, l'attività di emissione è stata intensa e ha visto l'apertura di diverse nuove linee, anche mediante collocamenti sindacati che hanno riscontrato un'elevata domanda da una vasta platea di investitori⁵¹. I collocamenti effettuati tramite la costituzione di un sindacato di banche (cui partecipano tutti gli Specialisti in titoli di Stato, tra i quali il Tesoro seleziona il gruppo dei *lead manager* della singola operazione) offrono il vantaggio di avere un'informazione più dettagliata e precisa della domanda finale, nonché di consentire una selezione delle allocazioni che favorisca una buona *performance* futura del titolo sul mercato secondario. Nel corso del 2023, sono state eseguite tre emissioni sindacate di BTP nominali, di cui risulta particolarmente interessante confrontare la distribuzione sia in termini geografici che per tipologia di investitori.

TABELLA III.6: DISTRIBUZIONE GEOGRAFICA DELLE AGGIUDICAZIONI IN EMISSIONI SINDACATE DI BTP NOMINALI NEL 2023

	BTP 20 anni 01/09/2043 (€7 mld)	BTP 30 anni 01/10/2053 (€ 5 mld)	BTP Green 30/10/2031 (€10 mld)
Italia	49,5%	42,7%	37,4%
Regno Unito	17,9%	17,7%	19,4%
Germania/Austria/Svizzera	3,8%	9,6%	4,6%
Penisola iberica	6,3%	7,2%	10,4%
Scandinavia	7,0%	6,1%	4,1%
Francia	4,9%	5,9%	11,8%
Altri paesi europei	8,5%	6,5%	9,4%
Nord America	1,5%	3,1%	0,6%
Resto del mondo	0,7%	1,2%	2,3%

Fonte: sindacati di collocamento

⁵¹ Per approfondimenti ed ulteriori dettagli sulle emissioni sindacate avvenute nel corso dell'anno, si rimanda ai comunicati pubblicati sul sito web del Dipartimento del Tesoro alla sezione Debito Pubblico (<http://www.dt.mef.gov.it/debitopubblico>).

La distribuzione geografica della domanda evidenzia una maggiore presenza degli investitori italiani nell'emissione sindacata del BTP a 20 anni tenutasi a gennaio e in occasione del lancio del nuovo BTP trentennale il mese successivo. Sempre significativa la quota assegnata agli investitori del Regno Unito, in media superiore al 18%, con la percentuale più alta assegnata ad aprile nell'emissione del BTP Green. La presenza di investitori in area germanica si è attestata mediamente intorno al 6%, con la quota più elevata nell'emissione del BTP a 30 anni, mentre gli investitori francesi hanno sottoscritto in media il 7,5%, registrando la partecipazione più alta nell'emissione del BTP Green.

TABELLA III.7: DISTRIBUZIONE PER CATEGORIA DI INVESTITORI DELLE AGGIUDICAZIONI IN EMISSIONI SINDACATE DI BTP NOMINALI NEL 2023

	BTP 20 anni 01/09/2043 (€7 mld)	BTP 30 anni 01/10/2053 (€ 5 mld)	BTP Green 30/10/2031 (€10 mld)
Fondi d'investimento	24,7%	24,0%	42,6%
Banche	39,0%	40,4%	26,9%
Fondi pensione e Assicurazioni	6,3%	10,5%	14,1%
Banche Centrali e istituzioni governative	24,2%	18,2%	12,5%
Hedge Fund	5,8%	6,5%	2,9%
Soggetti non finanziari	0,0%	0,4%	1,0%

Fonte: MEF - sindacati di collocamento

La ripartizione per tipologia di investitore mostra come la quota sottoscritta dalle banche sia stata la più rilevante, seguita da quella dei fondi d'investimento, risultata in diminuzione rispetto all'anno precedente. Interessante evidenziare la significativa e costante presenza di investitori con un profilo di investimento stabile e di lungo periodo, ossia assicurazioni, fondi pensione, banche centrali e istituzioni governative, la cui quota di partecipazione è stata in media superiore al 28%.

Nel corso dell'anno, pertanto, il Tesoro ha utilizzato i collocamenti sindacati per il rinnovo delle linee BTP a più lunga scadenza, contribuendo anche ad aumentare il peso del segmento ultra-lungo sulle emissioni totali, che peraltro è stato alimentato da aste regolari.

In particolare, sulla scadenza quindicennale è stato offerto nelle aste di febbraio, luglio e novembre il *benchmark* con scadenza 1° marzo 2038, per importi compresi tra 1,25 e 1,5 miliardi di euro, e pertanto il circolante totale, comprensivo dell'ammontare assegnato nei collocamenti supplementari, ha raggiunto i 12 miliardi circa. Nel corso dell'anno, inoltre, sono state emesse ulteriori *tranche* di titoli *off the run* che per vita residua cadono nel segmento a 15 anni: ad aprile è stato collocato il BTP 1° febbraio 2037 per un importo di 1,25 miliardi di euro, mentre a settembre è stato offerto un miliardo di BTP 1° settembre 2040, con integrale sottoscrizione anche delle riaperture riservate agli Specialisti.

Sul comparto a 20 anni, ad inizio 2023, il Tesoro ha collocato tramite un'operazione sindacata un nuovo *benchmark* con scadenza 1° settembre 2043 per un importo complessivo di 7 miliardi di euro. Il nuovo titolo è stato poi riaperto nelle aste di maggio e ottobre, raggiungendo a fine anno un circolante di 9,8 miliardi. A metà aprile, inoltre, è stata collocata un'ulteriore *tranche* del BTP *off the run* con scadenza 1° settembre 2044, per un ammontare di 1,25 miliardi di euro.

Il segmento trentennale è stato rinnovato a febbraio con l'emissione via sindacato del nuovo BTP con scadenza 1° ottobre 2053 e cedola 4,50%, per complessivi 5 miliardi di euro. Il nuovo *benchmark* è stato poi riaperto a giugno,

settembre e novembre per importi compresi tra 1 e 1,5 miliardi di euro, chiudendo il 2023 con un circolante di 9,5 miliardi. Nell'asta di metà luglio, inoltre, sono stati offerti 1,25 miliardi del BTP *off the run* con scadenza 1° settembre 2049.

Sul tratto più lungo della curva, infine, è stata collocata in asta a metà marzo la seconda *tranche* del BTP a 50 anni (scadenza 1° settembre 2072) per un ammontare complessivo di 900 milioni di euro, comprensivo dei 150 milioni sottoscritti dagli Specialisti nell'asta supplementare.

I BTP con durata fino a 10 anni sono stati emessi con regolarità nelle aste di inizio mese (quinquennali e decennali) e metà mese (triennali e settennali).

I titoli con scadenza a 3 e 5 anni sono stati emessi per importi equilibrati, con una lieve prevalenza del BTP triennale (45,4 miliardi) sul quinquennale (44,9 miliardi)⁵², in considerazione del diverso profilo di rimborsi previsti sui due comparti.

Sia il segmento a 3 anni che quello a 5 anni hanno visto la conclusione del ciclo di emissione dei *benchmark* precedenti: rispettivamente il BTP 15 gennaio 2026, riaperto fino a febbraio quando ha raggiunto un circolante finale di circa 17,3 miliardi, e il BTP 1° aprile 2028, chiuso ad aprile con un volume totale di 18,3 miliardi di euro. Sono state poi aperte due nuove linee su entrambe le scadenze.

Il primo BTP triennale con scadenza 15 aprile 2026 è stato collocato a metà marzo e riproposto fino a giugno, per un totale circolante di circa 15,8 miliardi. A luglio è stato lanciato il nuovo BTP 15 settembre 2026, poi offerto regolarmente fino a fine anno, quando ha raggiunto un circolante di 18,35 miliardi di euro. Sul comparto triennale, inoltre, sono stati riaperti due titoli *off the run* nelle aste di fine gennaio (BTP 15 novembre 2025) e fine ottobre (BTP 1° giugno 2027) per importi rispettivamente di 2 e 1,5 miliardi di euro.

Sulla scadenza a 5 anni, il nuovo titolo con scadenza 1° agosto 2028 è stato collocato a fine maggio e offerto regolarmente fino ad agosto, toccando un volume di circa 17,6 miliardi di euro. Il successivo nuovo *benchmark* con scadenza 1° febbraio 2029 è stato emesso per la prima volta a fine settembre per poi essere offerto in asta con continuità fino al termine del 2023, chiuso con un circolante di 12,3 miliardi.

L'analisi dei rapporti di copertura sui titoli *benchmark* in asta evidenzia una media più alta sulla scadenza a 3 anni (1,50) rispetto al BTP a 5 anni (1,45), sebbene quest'ultimo mostri una minore variabilità.

I rendimenti all'emissione sono risultati piuttosto stabili nella prima parte dell'anno, evidenziando poi un rialzo a partire da settembre e una successiva contrazione negli ultimi mesi del 2023, coerentemente con le altre scadenze. Per entrambi i comparti, i massimi sono stati toccati in occasione dei cicli d'asta di fine settembre e inizio ottobre, quando i *benchmark* a 3 e 5 anni sono stati collocati con un rendimento lordo pari rispettivamente al 3,93% e 4,41% (Grafico III.9)⁵³.

Coerentemente con quanto annunciato nelle Linee guida del 2023, sul tratto intermedio della curva dei rendimenti (tra 7 e 10 anni) le emissioni nette sono state ampiamente positive e, in particolar modo per quanto riguarda il segmento

⁵² Importi comprensivi delle emissioni di BTP *off the run*, classificati in base al criterio della vita residua alla data di regolamento dell'asta di riferimento.

⁵³ Per un'analisi dettagliata dei risultati di tutte le emissioni dell'anno si può consultare il fascicolo "Le emissioni del Tesoro 2023" sul sito del debito pubblico: [Le Emissioni del Tesoro 2023](#).

decennale, i volumi collocati sono risultati superiori a quelli dell'anno precedente, così come il peso del comparto rispetto al totale emesso.

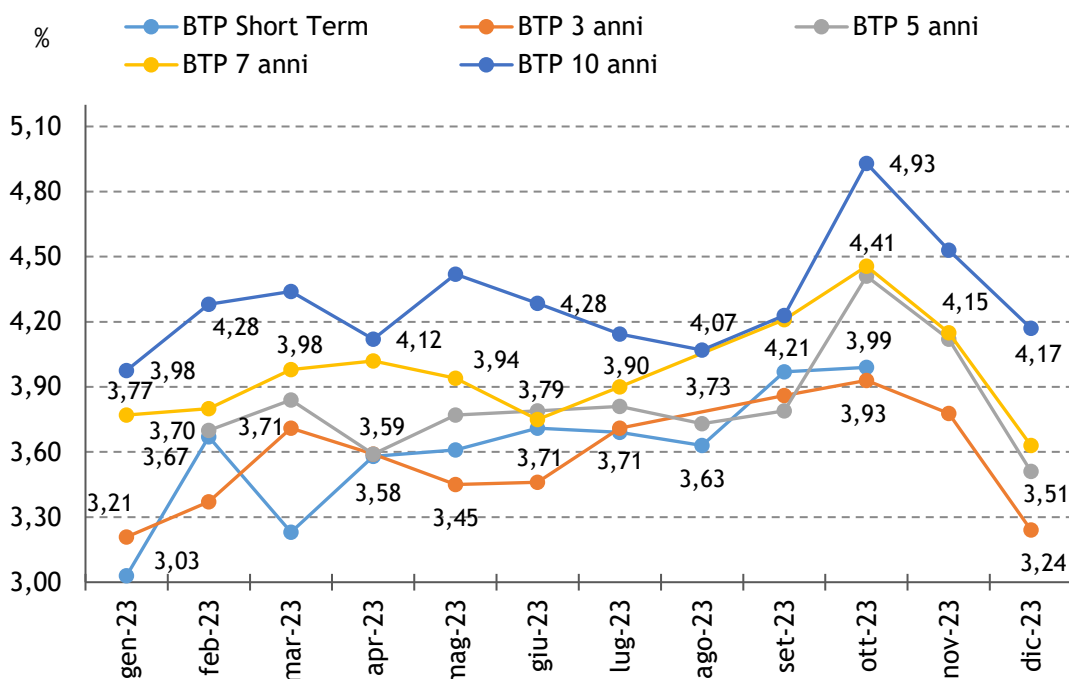
Sulla scadenza a 7 anni, nel primo trimestre dell'anno è stato offerto il titolo *on the run* 15 dicembre 2029, che ha raggiunto un circolante di 18,8 miliardi di euro. A metà aprile è stato poi inaugurato un nuovo BTP con scadenza 15 giugno 2030 e cedola 3,70%, successivamente offerto in asta con regolarità fino a luglio, quando ha toccato un ammontare in circolazione di circa 14,8 miliardi. Il secondo nuovo *benchmark*, con scadenza 15 novembre 2030 e cedola 4%, è stato lanciato a metà settembre e ha chiuso il 2023 con un importo in circolazione di 13,9 miliardi di euro. Nell'asta di novembre, inoltre, insieme al BTP *benchmark* a 7 anni è stato riaperto anche il titolo *off the run* con scadenza 1° marzo 2030 per 1,5 miliardi di euro.

Le emissioni di BTP sul segmento decennale sono state complessivamente le più considerevoli, in ragione della particolare rilevanza di tale scadenza. Il titolo con scadenza 1° maggio 2033 è stato offerto come *benchmark* fino a marzo, per poi essere riaperto tra gli *off the run* nell'asta di maggio, raggiungendo un circolante di 20,35 miliardi di euro. Il nuovo BTP 10 anni, con scadenza novembre 2033 e tasso annuo 4,35%, è stato lanciato ad aprile e riaperto con regolarità sino all'asta di fine agosto, per un totale circolante di 19,7 miliardi. Nella medesima asta è stato, inoltre, offerto un nuovo *benchmark* con scadenza 1° marzo 2034 e tasso cedolare 4,20%, riproposto regolarmente fino a novembre quando ha raggiunto un importo in circolazione di circa 16,17 miliardi di euro. Infine, tra i titoli non più in corso di emissione, a giugno è stata collocata un'ulteriore *tranche* del BTP 1° agosto 2034 mentre a luglio è stato riaperto il BTP 1° dicembre 2032, entrambi per 1,5 miliardi comprensivi di quota assegnata nella riapertura riservata agli Specialisti.

I rapporti di copertura sui BTP *benchmark* sono stati piuttosto costanti, attestandosi in media a 1,42 per la scadenza a 7 anni e a 1,40 per quella decennale.

Nel Grafico III.9 sono riportati i rendimenti in asta di tutti i BTP con scadenza fino a 10 anni, dove appare evidente il parallelismo tra gli andamenti di tutti i titoli. Nelle tornate d'asta di ottobre, in un contesto di volatilità particolarmente elevata, sono stati raggiunti i livelli massimi per il 2023 su tutte le scadenze, sebbene si possa notare come negli ultimi mesi dell'anno i rendimenti siano ampiamente calati, fino a toccare i valori minimi sulle scadenze a 3 e 7 anni.

GRAFICO III.9: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI BTP CON SCADENZA TRA 2 E 10 ANNI NEL 2023 (IN PUNTI PERCENTUALI)



Fonte: MEF

FOCUS

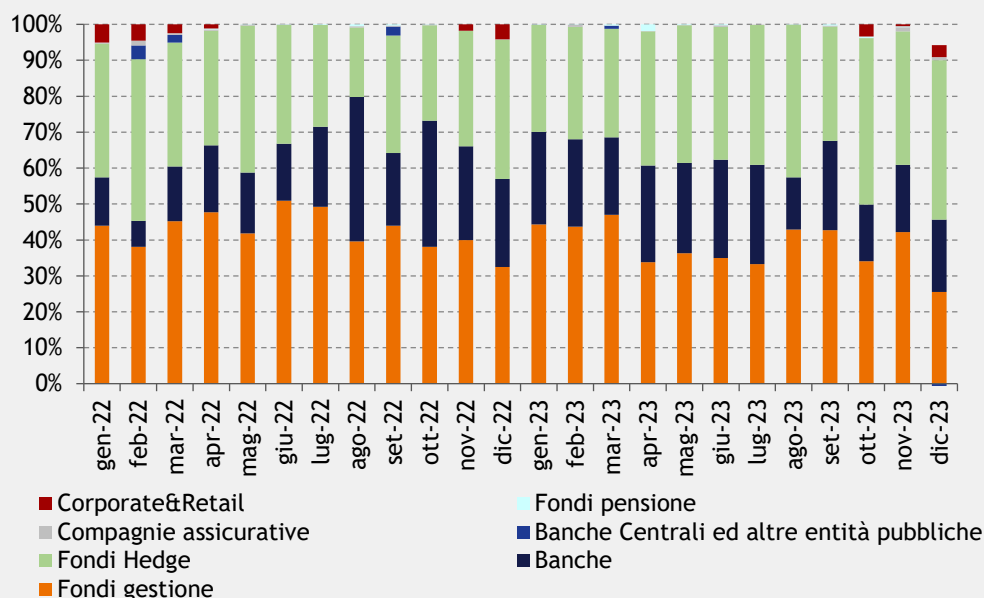
Caratteristiche della domanda in asta per i BTP nominali: analisi per classi di investitori ed aree geografiche

Tra i dati forniti dagli Specialisti in titoli di Stato nell’ambito delle comunicazioni secondo lo schema armonizzato adottato dal Sottocomitato ESDM (*European Sovereign Debt Markets*) del Comitato Economico Finanziario della Commissione Europea, il Tesoro seleziona i flussi osservati dal giorno successivo all’annuncio di un’asta fino al giorno antecedente il regolamento della medesima, ottenendo una buona *proxy* della domanda in asta da parte degli investitori finali.

In normali condizioni, tali flussi nei giorni indicati sono tutti in acquisto. Tuttavia, se il contesto di mercato risulta particolarmente contrastato, può emergere una prevalenza di vendite per alcune categorie di investitori o in alcune aree geografiche. In questi casi, i dati comunicati dagli Specialisti possono offrire un indicatore meno preciso della domanda in asta. Pertanto, nei casi in cui i flussi di una particolare categoria di investitori o area geografica sono risultati nulli o negativi, il contributo in quel mese specifico è stato considerato nullo ai fini della rappresentazione grafica (Figure 3 e 4).

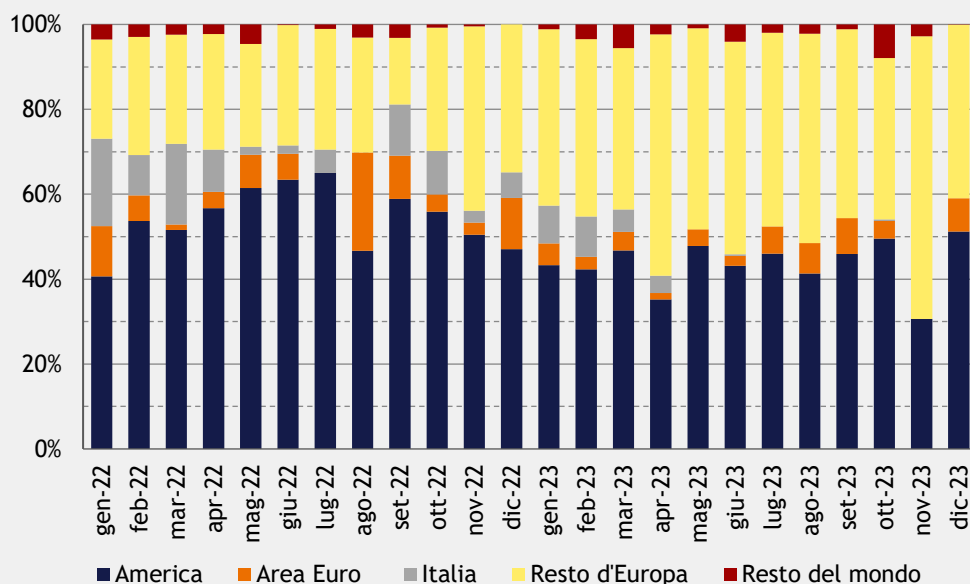
Con riferimento alla ripartizione per tipologia di investitore, la Figura 3 mostra come nel 2023 sia tornata a crescere rispetto agli anni precedenti la partecipazione degli istituti bancari, con una quota sul totale di poco inferiore al 24%. Al contrario, dopo l’aumento dello scorso anno, subisce una flessione la quota dei fondi di investimento, attestandosi intorno al 39%. Risulta, invece, in lieve crescita la partecipazione dei fondi *hedge*, mentre resta stabile e piuttosto trascurabile la quota degli investitori con un orizzonte di lungo periodo, ossia compagnie assicurative, fondi pensione e istituzioni ufficiali e banche centrali. A tal proposito, si ricorda che la categoria “istituzioni ufficiali e banche centrali” non include gli acquisti operati dalle banche centrali dell’Eurosistema, che non sono ricompresi nelle segnalazioni degli Specialisti nell’ambito di questa reportistica armonizzata.

FIGURA 3: COMPOSIZIONE PER TIPOLOGIA DI CONTROPARTE DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO – ANNI 2022-2023



Guardando ai flussi ripartiti per area geografica, la Figura 4 mostra come la quota più rilevante della domanda in asta nel 2023 provenga da investitori europei (sia dall'area euro che da altre regioni europee, fra le quali il Regno Unito rappresenta solitamente la componente più rilevante), con un netto aumento rispetto all'anno precedente. Seguono gli investitori statunitensi, con una quota pressoché stabile, e quelli provenienti dal resto del mondo, la cui partecipazione in asta è risultata in aumento. Infine, in calo rispetto all'anno precedente la domanda proveniente da investitori domestici.

FIGURA 4: COMPOSIZIONE PER AREA GEOGRAFICA DEGLI ORDINI PORTATI NELLE ASTE DEI BTP NOMINALI DA PARTE DEGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO - ANNI 2022-2023



BTP€i

Nell'anno in esame, il volume complessivo delle emissioni di BTP indicizzati all'inflazione europea⁵⁴ è risultato pari a 19.121 milioni di euro, in aumento rispetto al 2022 (pari a 14.465 milioni). Tuttavia, dato l'elevato ammontare dei rimborsi, superiori a 36 miliardi di euro, l'anno si è chiuso con emissioni nette negative, in linea con le previsioni. In risposta ad un contesto di rinnovata inflazione, il 2023 è stato caratterizzato da una crescente domanda per i titoli indicizzati all'inflazione europea.

In tale contesto, tenuto conto delle condizioni della domanda, il Tesoro ha ritenuto opportuno rafforzare la presenza sul mercato sia attraverso regolari emissioni in asta sia con il lancio di un nuovo *benchmark* sulla scadenza a 15 anni mediante sindacato di collocamento. Il nuovo BTP€i, con scadenza 15 maggio 2039 e cedola reale 2,4%, è stato collocato nel mese di maggio per un ammontare di 4 miliardi di euro, riscontrando ampio gradimento da parte di una vasta platea di investitori.

⁵⁴ Più precisamente all'IAPC, indice armonizzato dei prezzi al consumo dell'Eurozona.

Nei cicli d'asta di fine mese, è stato offerto a più riprese nel corso dell'anno il BTP€i 10 anni per importi compresi tra 1,25 e 1,75 miliardi. Inoltre, è stata rinnovata anche la scadenza quinquennale, con l'emissione ad aprile del nuovo BTP€i, con scadenza 15 maggio 2029 e cedola reale 1,5%, offerto per un importo di 2,5 miliardi di euro.

I rapporti di copertura in questo comparto sono risultati abbastanza elevati, oscillando tra il minimo di 1,31 in occasione del lancio del nuovo BTP€i a 5 anni, offerto per un importo particolarmente elevato, e il massimo di 2,38 nell'asta di settembre sul medesimo titolo, che tuttavia è stato emesso in offerta congiunta con il BTP€i *off the run* 15 settembre 2041, per complessivi 1,75 miliardi di euro.

La domanda in asta dei titoli indicizzati è stata sufficientemente costante durante l'anno, con una maggiore presenza nella prima metà del 2023 ed una lieve flessione nel secondo semestre in cui, peraltro, non si sono avute emissioni nei mesi di agosto, novembre e dicembre.

La partecipazione in asta ha visto rimanere stabile la quota di investitori domestici (25% sia nel 2023 che nel 2022) e crescere la presenza di investitori europei (34% rispetto al 26% dell'anno precedente). In lieve ribasso, invece, la presenza di investitori statunitensi (dal 40% al 39%).

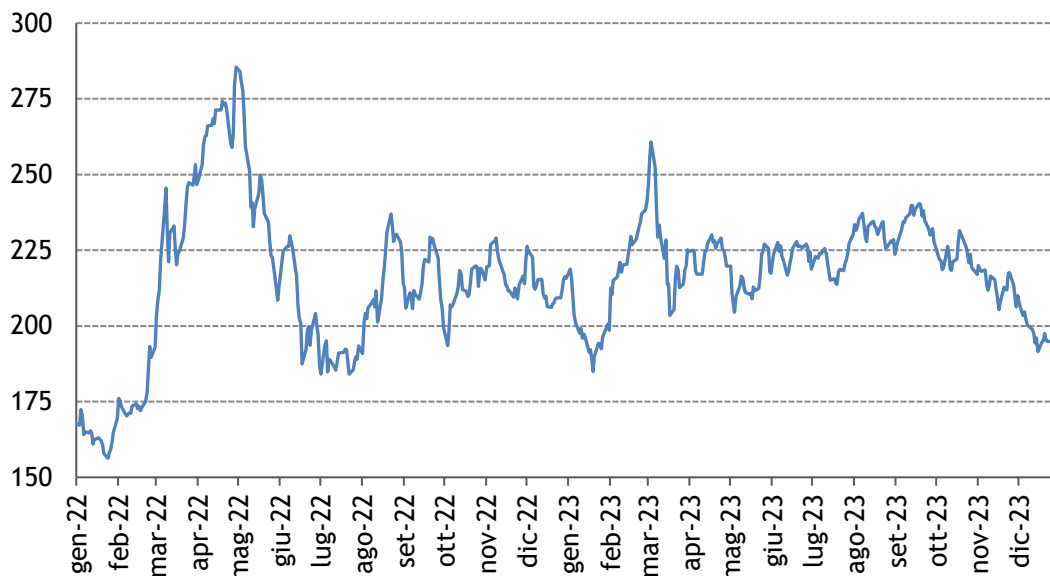
Per quanto riguarda la tipologia di investitori, in linea con gli anni precedenti, la componente più significativa è stata quella degli *hedge fund*, con una quota in aumento rispetto al 2022, pari al 42%. Rilevante anche la partecipazione dei fondi d'investimento (29%) seguiti dalle banche con una quota del 19%; residuale la domanda di fondi pensione e degli investitori *retail*.

Nel corso del 2023 i rendimenti reali hanno mostrato un trend analogo a quello osservato sui titoli nominali risentendo, tuttavia, delle aspettative sull'andamento dell'inflazione soprattutto nella seconda parte dell'anno.

Infatti, l'inflazione attesa, che insieme al tasso reale determina il rendimento complessivo all'emissione degli strumenti indicizzati, ha mostrato un *trend* crescente nel corso dei primi mesi dell'anno per poi stabilizzarsi nella seconda metà del 2023. Come evidenzia il Grafico III.10, la *Break Even Inflation*⁵⁵ a 10 anni ha raggiunto il picco di circa 260 punti base nel mese di marzo, per poi scendere già ad aprile a 225 e arrivare a toccare il minimo annuo a circa 190 punti nel mese di dicembre.

⁵⁵ 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.

GRAFICO III.10: BREAK EVEN INFLATION (BEI) A 10 ANNI 2022-2023 (IN PUNTI BASE)



Fonte: Bloomberg

BTP Green

Ad aprile 2023 è stato emesso via sindacato il nuovo BTP *Green* con scadenza 30 ottobre 2031, per un importo pari a 10 miliardi di euro. La domanda complessiva ha raggiunto i 53 miliardi di euro e rilevante è stata la partecipazione di investitori ESG (*Environmental, Social and Governance*) che hanno sottoscritto circa i due terzi del collocamento. Complessivamente, ai *fund manager* è stato allocato il 42,6% dell'emissione, mentre le banche ne hanno sottoscritto il 26,9%. Elevata è stata la partecipazione degli investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo, che hanno acquistato il 26,6% dell'emissione, in particolare, tra questi, il 14,1% è stato allocato a fondi pensione e assicurazioni e il 12,5% a banche centrali ed istituzioni governative. Agli *hedge fund* è stato allocato il 2,9% dell'ammontare complessivo mentre la quota residua è stata sottoscritta da altri investitori.

Inoltre, per fornire un adeguato sostegno alla liquidità sul mercato secondario, è stato riaperto tramite asta marginale, sia a marzo che ad ottobre, il BTP *Green* con scadenza 30 aprile 2035. In tali aste sono stati collocati importi di, rispettivamente, a 2 e 1,5 miliardi di euro.

Le risorse reperite tramite le emissioni di BTP *Green* avvenute nel 2023, pari quindi a 13,8 miliardi di euro, sono state interamente utilizzate per finanziare fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica, efficienza energetica, trasporti, prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare, tutela dell'ambiente e della diversità biologica e ricerca, ovvero le sei categorie di spese eleggibili nel bilancio dello Stato, in aderenza ai criteri ai criteri delineati nel Quadro di riferimento per le emissioni dei titoli di Stato verdi (*Green Bond Framework - GBF*).

Ulteriori informazioni concernenti l’allocazione dei proventi delle emissioni effettuate nel corso del 2023 sono incluse nel terzo “Rapporto su Allocazione e Impatto BTP Green” pubblicato a giugno 2024⁵⁶.

BTP Italia

Nel 2023, dopo un’attenta valutazione delle condizioni di mercato, il Tesoro ha rinnovato l’offerta di BTP Italia, attraverso una nuova emissione di durata pari a 5 anni, riscontrando un ampio gradimento da parte degli investitori sia *retail* che istituzionali.

Il collocamento del titolo, con scadenza 14 marzo 2028 - tasso cedolare (reale) del 2% e premio fedeltà pari allo 0,8% del capitale investito - si è svolto su quattro giornate, dal 6 al 9 marzo 2023, di cui le prime tre destinate agli investitori *retail* e l’ultima riservata agli istituzionali.

La raccolta complessiva è stata di poco inferiore ai 10 miliardi di euro; di questi, circa 8,5 miliardi sono affluiti nella prima fase a fronte di 327.501 ordini *retail* (tra i più elevati mai registrati nelle emissioni di BTP Italia), mentre la quota restante è stata sottoscritta da investitori istituzionali⁵⁷.

Restano invariate le altre caratteristiche tipiche di questo strumento, ossia l’indicizzazione al FOI (indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, al netto dei tabacchi), la rivalutazione semestrale delle cedole e del capitale investito e la previsione di un *floor* in caso di deflazione.

Nel complesso, l’elevata partecipazione registrata nell’emissione del 2023 da parte dei risparmiatori *retail*, ai quali è dedicato tale strumento, ha consentito di ampliare la quota di debito detenuta da questa tipologia di investitori, obiettivo rilevante della strategia di emissione del Tesoro degli ultimi anni.

BTP Futura

In linea con l’anno precedente e tenuto conto dell’assenza di volumi in scadenza, dopo un’attenta valutazione delle condizioni di mercato il Tesoro ha ritenuto opportuno non emettere BTP Futura nel corso del 2023.

BTP Valore

Nel 2023 il Tesoro ha introdotto i BTP Valore, la nuova famiglia di titoli di Stato dedicata esclusivamente ai risparmiatori individuali e affini, di cui sono state effettuate due emissioni nei mesi di giugno e ottobre per un ammontare complessivo di oltre 35 miliardi di euro. Così come per gli altri titoli *retail*, i collocamenti si sono svolti attraverso la piattaforma MOT, senza tetti o riparti all’emissione, su cinque giornate interamente dedicate a questa categoria di investitori. Inoltre, i nuovi titoli presentano cedole periodiche e calcolate in base a dei tassi prefissati crescenti nel tempo, secondo il cosiddetto meccanismo “*step-up*”.

⁵⁶ Il rapporto è consultabile sul sito del debito pubblico: [Rapporto di Allocazione e Impatto BTP Green 2024](#).

⁵⁷ Ulteriori dettagli sulla composizione della domanda sono disponibili sul sito del Debito Pubblico: [BTP Italia 14.03.2028 - Dettagli collocamento](#).

Il primo BTP Valore, il cui collocamento si è svolto dal 5 al 9 giugno, ha previsto una durata pari a 4 anni e un premio fedeltà dello 0,5% per i risparmiatori che lo detengono fino alla scadenza. L'emissione ha ricevuto un ottimo riscontro da parte del mercato, con un importo complessivo raccolto di oltre 18 miliardi di euro a fronte di 654.675 contratti registrati.

Il collocamento del secondo BTP Valore, con scadenza 5 anni e un premio fedeltà dello 0,5%, si è concluso con oltre 17 miliardi di euro raccolti e 641.881 contratti registrati, confermando il successo di questa famiglia di titoli di Stato dedicata ai risparmiatori individuali e affini che hanno partecipato con grande interesse⁵⁸. La novità che ha contraddistinto questa seconda emissione ha riguardato le cedole, per la prima volta pagate su base trimestrale anziché semestrale, offrendo in tal modo all'investitore una maggiore frequenza di flussi di cassa.

CCTeu

Nel corso del 2023, le emissioni lorde di CCTeu sono state pari a 24.632 milioni di euro, in aumento rispetto ai volumi offerti nell'anno precedente (pari a 18.503 milioni) e in linea con i livelli registrati nel 2021. Pertanto, considerati i circa 20.829 milioni di titoli in scadenza sul comparto a cui si aggiungono i riacquisti per 1.095 milioni di euro tramite operazioni di concambio⁵⁹, le emissioni nette di CCTeu nel 2023 sono risultate marginalmente positive.

Il comparto del tasso variabile ha beneficiato di una domanda particolarmente robusta nel corso dell'anno, consentendo al Tesoro di lanciare due nuovi *benchmark* nel corso dell'anno. Il primo, con scadenza 15 ottobre 2028 e *spread* sull'Euribor semestrale fissato allo 0,8%, è stato collocato in asta a fine febbraio per un importo di 3,5 miliardi di euro, con integrale sottoscrizione anche della riapertura di 1,05 miliardi riservata agli Specialisti in titoli di Stato. A fine giugno, inoltre, è stato emesso attraverso un'operazione di concambio via sindacato un nuovo CCTeu con scadenza 15 ottobre 2031 e *spread* dell'1,15%, per un importo complessivo di 5 miliardi, a fronte di una domanda di oltre 17 miliardi. Entrambi i nuovi *benchmark* sono stati successivamente riproposti nelle aste di fine mese, chiudendo il 2023 con un circolante rispettivamente di circa 10,6 e 6,7 miliardi di euro.

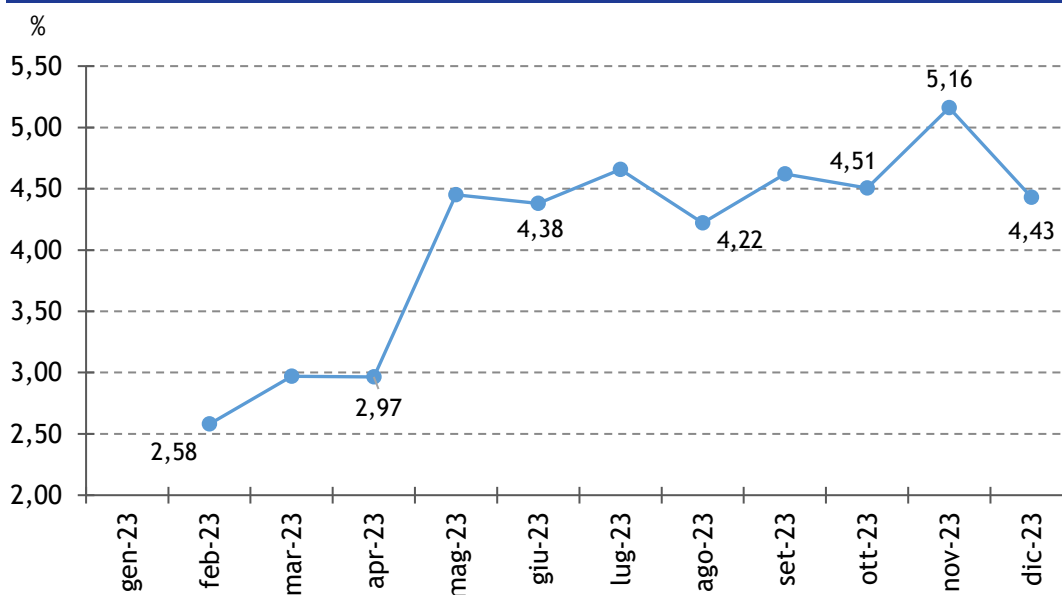
Nel corso dell'anno, inoltre, in più occasioni sono stati riaperti CCTeu già in corso di emissione, singolarmente o attraverso asta congiunta. In particolare, a marzo è stato offerto in asta il CCTeu con scadenza 15 aprile 2029, introdotto tramite sindacato nel 2021, per un importo di 1.250 milioni di euro, raggiungendo un circolante di circa 19,7 miliardi di euro. Nelle aste di fine marzo e settembre è stato invece riaperto il titolo con scadenza 15 ottobre 2030, per importi compresi tra i 750 e i 1.250 milioni di euro, toccando a fine anno un circolante di circa 14,3 miliardi. Infine, in tre circostanze è stato collocato in asta il CCTeu 15 aprile 2026, per importi compresi tra i 750 e i 1.500 milioni, terminando il 2023 con un ammontare in circolazione di poco inferiore ai 17,5 miliardi.

⁵⁸ Ulteriori dettagli sulla composizione della domanda sono disponibili sul sito del debito pubblico ai documenti: [BTP Valore 13.06.2027 - Dettagli collocamento](#) e [BTP Valore 10.10.2028 - Dettagli collocamento](#).

⁵⁹ Cfr. *infra*, Le operazioni straordinarie.

La composizione della domanda è stata abbastanza variabile, sia in termini geografici che di tipologia di investitori. Riguardo al primo aspetto, la componente domestica è risultata la più significativa (in media pari al 50%), con acquisti da parte di operatori italiani particolarmente rilevanti nei primi due mesi dell'anno. La componente europea è stata, mediamente, poco superiore al 20%, mentre quella proveniente da altre aree geografiche si è attestata intorno al 27%. In termini di tipologia d'investitore, le banche hanno rappresentato la principale controparte, seppur con una quota media (circa il 49%) in calo rispetto al 66% dell'anno precedente. In netta crescita la partecipazione dei fondi d'investimento (21% rispetto all'11% del 2022), mentre la presenza degli *hedge fund* ha registrato una consistente riduzione, attestandosi al 16% rispetto al 23% dell'anno precedente. In aumento, invece, la domanda dei soggetti privati (*corporate e retail*) la cui quota è risultata pari al 5,3%, su livelli simili al 2021. I rendimenti all'emissione sono risultati mediamente più alti rispetto all'anno precedente, attestandosi nelle prime aste dell'anno su livelli in linea con gli ultimi mesi del 2022, per poi aumentare a partire da maggio, parallelamente al rialzo del tasso di riferimento. Il rendimento più elevato, pari al 5,16% è stato registrato nell'asta di fine ottobre sul titolo con scadenza 15 ottobre 2028, mentre il minimo del 2,58% è stato toccato nell'asta di fine gennaio sul titolo con scadenza 15 aprile 2026 (Grafico III.11).

GRAFICO III.11: RENDIMENTI ALL'EMISSIONE DEI CCTeu NEL 2023 (IN PUNTI PERCENTUALI)



Fonte: MEF

La media dei rapporti di copertura in asta è stata pari a 1,81, con un minimo di 1,36 registrato nell'emissione della prima *tranche* del CCTeu 15 ottobre 2028 a fine febbraio, offerto per un importo particolarmente alto, pari a 3.500 milioni di euro. Il rapporto massimo (2,00) è stato invece raggiunto nell'asta di fine settembre sul CCTeu 15 aprile 2026, in corrispondenza dell'importo offerto più basso nel corso dell'anno, pari a 750 milioni.

Titoli esteri

Nel corso del 2023, il Tesoro ha costantemente monitorato l'andamento dei mercati internazionali e valutato la possibilità di effettuare emissioni in valuta estera al fine di allargare la platea di investitori istituzionali e contenere i costi di finanziamento rispetto alle emissioni domestiche. Tuttavia, le differenti tempistiche nelle manovre sui tassi tra FED e BCE nel corso dell'anno hanno fortemente contribuito alla debolezza del cambio euro-dollaro, con un impatto anche sui contratti di *cross currency swap*. Tale dinamica del tasso di cambio, unitamente all'elevata volatilità degli *swap spread*, ha quindi reso relativamente più onerosa la raccolta in valuta estera rispetto a quella domestica e, pertanto, il Tesoro ha ritenuto opportuno non effettuare operazioni di finanziamento sui mercati internazionali attraverso il canale *Global Bond*.

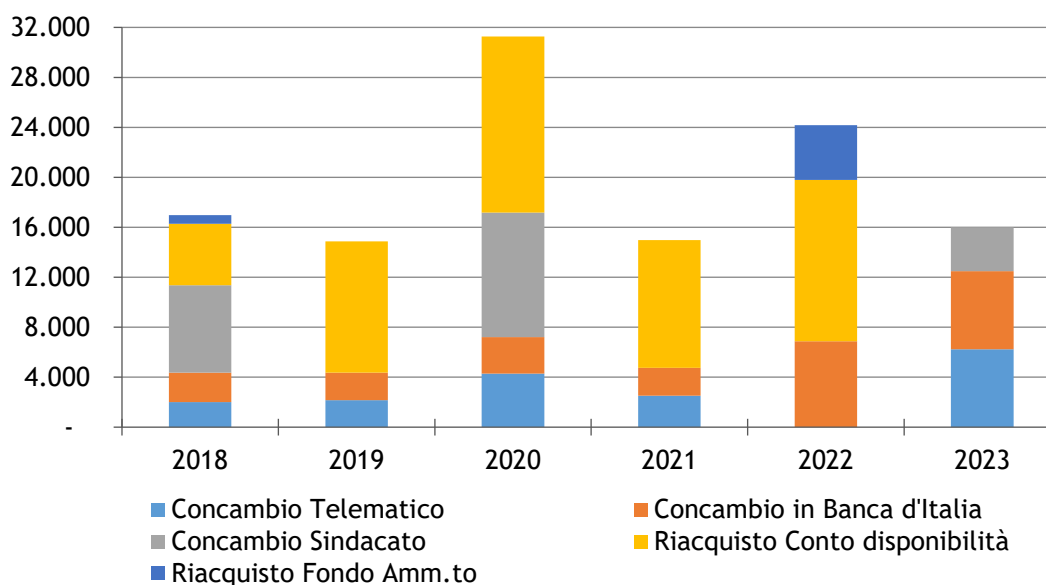
Con riferimento al *Medium Term Note Program*, inoltre, nel corso dell'anno il Tesoro ha concluso due nuovi piazzamenti privati. In particolare, sono state emesse, rispettivamente nel mese di marzo e maggio, due note CMS (*Constant Maturity Swap*) su *reverse enquiry* di investitori finali. Nella prima nota emessa a marzo il Tesoro si impegna a pagare nell'intero periodo, annualmente, un flusso cedolare variabile pari al tasso *swap* a 20 anni maggiorato di 140 punti base; nella seconda nota, emessa a maggio, il Tesoro per i primi due anni pagherà annualmente un tasso fisso mentre, dal terzo anno fino a scadenza, pagherà annualmente un flusso cedolare variabile pari al tasso *swap* a 10 anni. Al tempo stesso, il Tesoro ha concluso con le stesse controparti degli *swap* per riportare sinteticamente i *bond* a pagare flussi in linea con quelli di un titolo a cedola fissa di pari scadenza, a meno del consueto arbitraggio, determinando quindi un risparmio rispetto all'emissione di un BTP di pari scadenza.

Infine, in continuità con gli anni precedenti, non sono state effettuate operazioni di *Commercial paper*.

Operazioni straordinarie (riacquisti, concambi, emissioni TAP)

Come annunciato nelle Linee Guida, anche nel 2023 il Tesoro ha fatto ricorso ad operazioni straordinarie per perseguire molteplici finalità, quali la gestione del rischio di rifinanziamento, la rimodulazione del profilo dei rimborsi, nonché il sostegno alla liquidità e all'efficienza del mercato dei titoli di Stato. Tali operazioni, per loro natura, non seguono un calendario predeterminato e rappresentano strumenti estremamente flessibili in termini di modalità e tempistica di esecuzione.

Come mostra il grafico III.12, il Tesoro nel 2023 ha riacquistato titoli per circa 16 miliardi di euro, in calo rispetto ai 24 miliardi dell'anno precedente ma al di sopra di un miliardo circa rispetto a quanto riacquistato nel 2021. Nel complesso sono state effettuate cinque operazioni di concambio, di cui due utilizzando il sistema d'asta di Banca d'Italia, due mediante il sistema telematico di negoziazione e una via sindacato.

GRAFICO III.12: AMMONTARE RIACQUISTATO NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE - ANNI 2018-2023 (IMPORTI NOMINALI IN MILIONI DI EURO)

Fonte: MEF

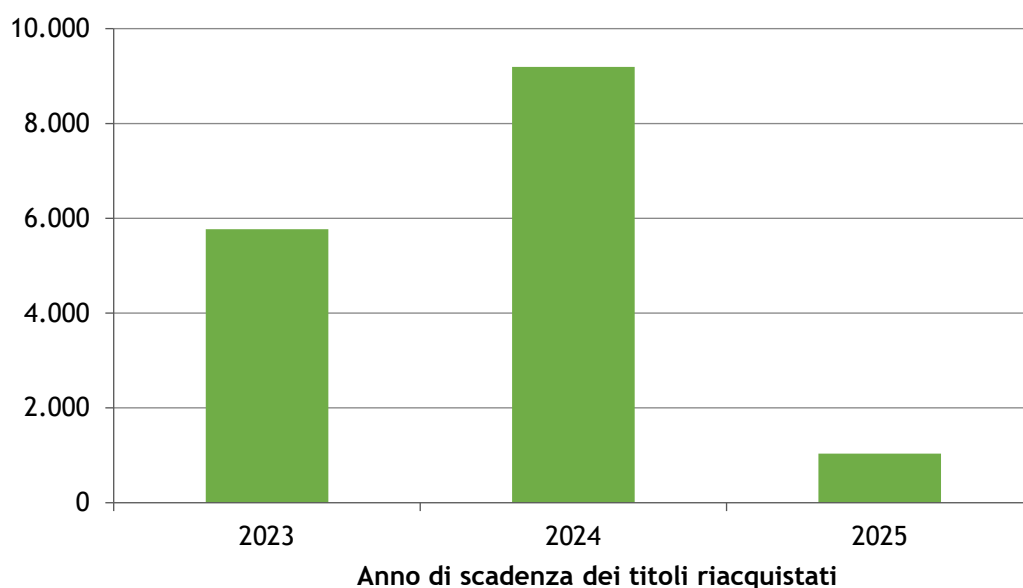
Nel dettaglio, il Tesoro ha condotto la prima operazione a gennaio tramite il sistema telematico di negoziazione, che consente di operare in maniera dinamica direttamente su una sezione dedicata del mercato secondario all'ingrosso regolamentato (MTS), emettendo una nuova *tranche* del BTP *off-the-run* con scadenza febbraio 2033 e riacquistando contestualmente cinque BTP con scadenza nel 2023. In tal modo, anche se il controvalore del titolo emesso coincideva con quello dei titoli riacquistati, il Tesoro ha eseguito di fatto un'operazione di *funding* andando a ridurre l'ammontare di titoli in scadenza nel corso dell'anno. La seconda operazione di concambio si è tenuta a fine giugno, attraverso la costituzione di un sindacato di banche selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato, per collocare sul mercato un nuovo CCTeu *benchmark* con scadenza ottobre 2031 e riacquistare contestualmente due BTP nominali, un BTP Italia e due CCTeu. Anche in questo caso, la finalità principale è stata quella di alleggerire il peso delle scadenze per l'anno in corso e al contempo rinnovare il comparto dei CCTeu, con il lancio di un nuovo titolo.

Nel mese di ottobre, il Tesoro ha eseguito un nuovo concambio attraverso il sistema d'asta di Banca d'Italia, collocando due BTP sulle scadenze 2031 e 2037 e riacquistando al contempo BTP Italia e BTP nominali con scadenza 2024 e 2025. A fine novembre, inoltre, è stata collocata in concambio un'ulteriore *tranche* del BTP febbraio 2033, tramite sistema telematico di negoziazione, a fronte del riacquisto di BTP nominali con scadenza 2024. Anche l'ultima operazione dell'anno, tenutasi a dicembre con il meccanismo d'asta di Banca d'Italia, ha visto l'emissione di due titoli *off-the-run* con scadenza 2028 e 2039, contro riacquisto di quattro BTP e un CCTeu con scadenza 2024. Mediante queste operazioni, nell'ultimo trimestre del 2023 il Tesoro ha pertanto emesso su lunghe scadenze, a fronte del riacquisto di titoli con scadenza nel 2024, perseguendo il duplice obiettivo di allungare la vita

media del debito e di alleggerire il consistente profilo dei rimborsi previsti nell'anno successivo.

Nel complesso, attraverso queste cinque operazioni di concambio sono stati emessi titoli per 16.500 milioni di euro, a fronte di riacquisti per 15.997 milioni. Tali operazioni, come mostra il Grafico III.13, hanno permesso di alleggerire notevolmente le scadenze per l'anno in corso e per quello immediatamente successivo, particolarmente impegnativo sotto il profilo dei rimborsi, a fronte di un lieve impatto in termini di incremento del debito⁶⁰.

GRAFICO III.13: DISTRIBUZIONE DEI TITOLI DI STATO RIACQUISTATI NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE SVOLTE NEL 2023 (IMPORTI NOMINALI IN MILIONI DI EURO)



Fonte: MEF

⁶⁰ Informazioni dettagliate su tutte le operazioni di concambio e di riacquisto sono disponibili sul sito del Dipartimento del Tesoro: [Debito Pubblico - Operazioni Straordinarie](#).

La composizione finale delle emissioni lorde dell'anno

Nel corso del 2023, l'attività di emissione del Tesoro è stata molto sostenuta, risentendo del più alto fabbisogno di cassa derivante anche dall'utilizzo dei crediti fiscali relativi agli incentivi per il settore immobiliare previsti in seguito alla pandemia da Covid19. Allo stesso tempo, la calibrazione delle emissioni di titoli ha tenuto conto di 23 miliardi di euro di prestiti del pacchetto NGEU accreditati all'Italia lo scorso anno.

Nel complesso, le emissioni dell'anno sono aumentate di circa il 22% rispetto al 2022.

Nella Tabella III.8 è riportato il dettaglio relativo alla composizione delle emissioni degli ultimi tre anni in valore assoluto e percentuale, inclusi gli importi derivanti dai concambi.

La distribuzione delle emissioni tra breve e medio-lungo termine si è lievemente modificata a favore del comparto medio-lungo, che ha pesato per il 69,73% delle emissioni lorde totali (contro il 66,68% dell'anno precedente), in linea con l'obiettivo di allungare la vita media del debito e ridurre il rischio di rifinanziamento.

Per le scadenze a breve termine, la quota allocata tramite BOT è stata pari a circa il 30,27% del totale, in diminuzione rispetto al 33,32% realizzato del 2022. Anche per l'anno in esame si è registrata una lieve contrazione dell'attività sulla scadenza semestrale, a favore delle emissioni del titolo a 12 mesi. A tale risultato hanno contribuito l'attività in pronti contro termine e il ricorso alla riapertura di ulteriori tranche di BOT precedentemente emessi.

Tra i BTP nominali si segnala un deciso calo, in termini assoluti e relativi, sul comparto BTP *Short-Term* che nel 2023 ha rappresentato il 5,90% delle emissioni totali, contro l'8,25% del 2022, coerentemente con la finalità, sopra annunciata, di ridurre le quantità emesse sul tratto a breve della curva dei rendimenti. A fronte di un aumento assoluto complessivo delle quote allocate tramite BTP a 3 e 5 anni, si è ridotto di poco meno di un punto percentuale il peso sul totale emesso (17,51% nel 2023 contro 18,34% nel 2022). È diminuito il peso delle emissioni sulla scadenza a 5 anni, che si è portato all'8,70%, dal 9,57% precedente, mentre è risultato pressoché stabile, attestandosi all'8,81% del totale, contro l'8,77% del 2022, quello sul comparto a 3 anni; una distribuzione più equilibrata sia in termini assoluti che percentuali rispetto all'anno precedente.

Sul comparto del BTP a 7 anni si sono registrate emissioni in aumento in valore assoluto, seppur in lieve calo in rapporto al volume totale collocato, passando da un contributo dell'8,40% nel 2023 contro il 9,28% nel 2022. In crescita le emissioni del BTP decennale, sia in termini assoluti che percentuali; a fronte di aumento dei collocamenti di circa 19 miliardi di euro, il peso sul totale è passato dal 9,21% del 2022 all'11,24% dell'anno in esame, coerentemente con l'obiettivo di ridurre il peso delle emissioni sulla parte a breve termine della curva BTP e allungare la vita media del debito.

TABELLA III.8: COMPOSIZIONE DELLE EMISSIONI 2021-2023 IN VALORE ASSOLUTO (MILIONI DI EURO) E PERCENTUALE (INCLUSI I CONCAMBI)

	Emissioni 2021	% sul totale	Emissioni 2022	% sul totale	Emissioni 2023	% sul totale
BOT mini	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%
BOT 3 mesi	0	0,00%	0	0,00%	6.067	1,18%
BOT 6 mesi	75.847	15,89%	57.755	13,61%	57.144	11,08%
BOT 12 mesi	83.294	17,45%	81.615	19,23%	92.953	18,02%
CP + altro a breve**	654	0,14%	2.000	0,47%	0	0,00%
Totale breve termine*	159.795	33,48%	141.370	33,32%	156.164	30,27%
CTZ	5.951	1,25%	0	0,00%	0	0,00%
CCTeu	24.499	5,14%	18.503	4,36%	24.632	4,77%
BTP <i>Short Term</i>	30.379	6,36%	35.028	8,25%	30.452	5,90%
BTP 3 anni	41.367	8,67%	37.198	8,77%	45.440	8,81%
BTP 5 anni	40.951	8,58%	40.591	9,57%	44.870	8,70%
BTP 7 anni	43.379	9,09%	39.365	9,28%	43.333	8,40%
BTP 10 anni	58.136	12,18%	39.089	9,21%	57.974	11,24%
BTP 15 anni	14.500	3,04%	12.711	3,00%	10.109	1,96%
BTP 20 anni	4.500	0,94%	4.500	1,06%	11.264	2,18%
BTP 30 anni	7.720	1,62%	12.085	2,85%	10.878	2,11%
BTP 50 anni	5.000	1,05%	0	0,00%	900	0,17%
BTP <i>Green</i>	13.500	2,83%	8.000	1,89%	13.900	2,69%
BTP€i 5 anni	3.450	0,72%	2.692	0,63%	7.435	1,44%
BTP€i 10 anni	4.836	1,01%	10.803	2,55%	6.577	1,28%
BTP€i 15 anni	0	0,00%	971	0,23%	5.109	0,99%
BTP€i 30 anni	6.803	1,43%	0	0,00%	0	0,00%
BTP Italia	0	0,00%	21.435	5,05%	9.917	1,92%
BTP Futura	8.745	1,83%	0	0,00%	0	0,00%
BTP Valore	0	0,00%	0	0,00%	35.381	6,86%
Esteri	3.784	0,79%	0	0,00%	1.520	0,29%
Totale medio- lungo termine*	317.500	66,52%	282.970	66,68%	359.690	69,73%
TOTALE	477.295		424.340		515.854	

* I titoli sono stati inseriti nella categoria di vita residua più prossima.

** Nelle altre passività a breve termine sono state considerate le tranche di BTP con scadenza entro il 2022.

Fonte: MEF

Nei tratti di scadenze a lungo termine dei BTP nominali, le emissioni sono aumentate di circa 10 miliardi di euro (inclusi i collocamenti di BTP *Green*), attestandosi complessivamente al 9,12% del volume collocato nel corso dell'anno contro il precedente 8,80%. In particolare, sono stati collocati tramite sindacato due nuovi *benchmark* sulle scadenze a 20 e 30 anni mentre si è registrata una leggera riduzione del peso della parte lunga sul totale dell'anno; il BTP *Green* è stato emesso per 13,9 miliardi di euro, rispetto agli 8 miliardi assegnati nel 2022. Nel comparto indicizzato all'inflazione si segnala una crescita del segmento BTP€i, con emissioni per circa 19 miliardi di euro, in aumento di circa 5 miliardi rispetto al 2022 e la quota relativa al totale che è passata al 3,71% dal 3,41% precedente, ed un calo dei collocamenti di BTP Italia, pari a circa 10 miliardi, rappresentanti l'1,92% delle emissioni totali nell'anno considerato contro i circa 21 miliardi di quello precedente, la cui quota si attestava sul 5,50%. Tra i titoli indicizzati all'inflazione europea, la distribuzione dei collocamenti sulle varie scadenze è

risultata più equilibrata rispetto all'anno precedente; analogamente al 2022 non ci sono state emissioni relative al titolo trentennale.

Nel 2023 il comparto *retail*, oltre che dal BTP Italia, confermatosi strumento apprezzato per la protezione dall'inflazione, è stato alimentato dal BTP Valore, una nuova famiglia di titoli di Stato dedicata ai risparmiatori individuali, con durata variabile e cedole periodiche crescenti in base ad un meccanismo "*step up*". Tali emissioni, complessivamente pari a circa 35 miliardi, hanno contribuito per il 6,86% alle emissioni dell'anno; come per l'anno precedente, non sono state effettuate emissioni di BTP Futura.

Sul segmento CCTeu, le emissioni del 2023 sono risultate pari a circa 25 miliardi euro, corrispondenti al 4,77% del totale, dunque, in lieve aumento rispetto al 2022 in cui le stesso si erano attestate sul 4,36%.

Infine, i titoli esteri hanno rappresentato lo 0,29% delle emissioni per mezzo di due collocamenti avvenuti nell'ambito del programma EMTN, complessivamente pari a circa 1,5 miliardi.

Per quanto riguarda le emissioni tramite operazioni di concambio, il volume è stato pari a 16,5 miliardi di euro, di cui 11,5 miliardi di titoli *off the run* e 5 miliardi collocati tramite sindacato. L'anno precedente i titoli *off the run* emessi tramite operazioni di concambio ammontavano a 7 miliardi.

III.4 LA GESTIONE DEL PORTAFOGLIO DERIVATI

L'attività di gestione

Nel 2023 l'attività di gestione del portafoglio derivati è stata incentrata sulla valorizzazione dei singoli strumenti, nell'ottica di una strategia calibrata sulle caratteristiche dell'andamento dei mercati finanziari nell'anno in esame. In particolare, il sostanziale movimento al rialzo delle curve dei tassi d'interesse *swap* in euro, combinato con l'inversione nel tratto a medio e lungo termine, ha permesso di ristrutturare posizioni in portafoglio e di entrare in nuovi contratti con il molteplice risultato di: allungarne sinteticamente la *duration*; semplificare il portafoglio; ridurre gli oneri finanziari ottenendo, talvolta, anche una contestuale diminuzione del debito contabile.

Nel primo semestre 2023 il Tesoro ha effettuato due *private placement* su *reverse enquiry* di investitori istituzionali, per tramite di tre diversi Specialisti in titoli di Stato e, contestualmente, ha stabilizzato, via *swap*, i flussi di interesse. In entrambi i titoli, infatti, il Tesoro è esposto alle fluttuazioni dei tassi d'interesse in euro per effetto dell'indicizzazione delle cedole al *Constant Maturity Swap* (CMS) a 20 anni e a 10 anni.

A protezione del primo *private placement*, è stato quindi stipulato uno *swap* con nozionale di 250 milioni di euro e scadenza 2035, in cui si ricevono annualmente flussi parametrizzati al tasso *swap* a 20 anni, mentre si paga semestralmente un tasso fisso.

Similmente, nel secondo *private placement*, il Tesoro ha trasformato, tramite *swap*, la gamba a pagare del titolo in un tasso fisso costante per l'intera durata della stessa.

Il Tesoro ha, quindi, stipulato due *swap* per un nozionale complessivo di 1,27 miliardi di euro in cui riceve esattamente gli stessi flussi di interessi del titolo, mentre paga un tasso annuo costante.

Inoltre, al fine di coprirsi dal rischio di un'inflazione superiore al *target* BCE nel medio periodo, il Tesoro ha stipulato un *inflation linked swap* per un nozionale complessivo di 4 miliardi di euro, in cui paga un tasso fisso su un nozionale costante e riceve cedole semestrali calcolate su un nozionale rivalutato all'inflazione europea (per replicare il meccanismo di indicizzazione del sotteso BTP€i). Alla scadenza, le parti si scambieranno la parte eccedente l'inflazione realizzata sul nozionale del contratto *swap*, rispetto al tasso d'inflazione *target* del 2% annuo.

Coerentemente con la sua strategia, il Tesoro ha ristrutturato uno *swap* con una controparte bancaria, allungandone la vita residua di ulteriori 5 anni e bloccando un tasso fisso inferiore di circa 28 punti base rispetto all'originario, scambiato a fronte di un tasso variabile Euribor a 6 mesi. La ristrutturazione, ad invarianza del valore di mercato complessivo, ha permesso non solo di ridurre gli esborsi da interessi ma anche di avere un miglioramento del debito contabile associato a tale posizione. Si ricorda, infatti, che, a seguito dell'entrata in vigore dello schema armonizzato di conti pubblici SEC 2010 (a far data dal settembre 2014), l'eventuale *mark-to-market* negativo alla partenza di uno *swap* produce un debito contabile, secondo i parametri europei, pur in assenza di un esborso effettivo, che dovrà essere rivisto in caso di ristrutturazione del derivato. Nel caso specifico, il debito residuo alla data dell'operazione era superiore al valore di

mercato dello swap e, pertanto, la ristrutturazione ha permesso di ridurre anche il suddetto debito contabile.

Con medesima finalità, sfruttando la marcata inversione della curva *swap* in euro nel tratto a lungo termine, il Tesoro ha ritenuto opportuno ristrutturare due *swap* in portafoglio con una controparte bancaria per un nozionale complessivo di 3,5 miliardi di euro, semplificando così il portafoglio derivati. Tramite l'*unwind* del primo *swap*, con *mark-to-market* positivo, il Tesoro ha ridotto di circa 34 punti base il tasso fisso a pagare del secondo *swap*, contro un tasso variabile a ricevere Euribor 6 mesi.

Inoltre, coerentemente con l'obiettivo di allungare la *duration* del portafoglio complessivo (debito e derivati) è stato eseguito un nuovo *swap* a mercato, in sostituzione di quello oggetto di chiusura, con un nozionale di 1 miliardo di euro e scadenza trentennale, in cui il Tesoro è pagatore di un tasso fisso e ricevitore di un tasso variabile Euribor 6 mesi.

Per quanto attiene la mitigazione del rischio di controparte, il Tesoro ha eseguito l'*unwind* di due *swap* con una controparte bancaria, il cui *mark-to-market* complessivo, positivo per il Tesoro, ha consentito di stipulare un nuovo *swap* da 2 miliardi di euro, in cui il Tesoro è pagatore di tasso fisso e ricevitore del tasso Euribor 6 mesi, e uno *swap* a copertura del rischio di inflazione di un *bond* da 250 milioni di euro in cui la gamba a ricevere replica esattamente i flussi del titolo, mentre paga semestralmente l'Euribor 6 mesi su un nozionale costante nel tempo.

Nell'anno in esame, infine, è stato completato il percorso di ristrutturazione di un contratto con una controparte bancaria per trasformare uno strumento già in portafoglio - a *mark-to-market* positivo per il Tesoro - in una protezione puntuale del rischio di inflazione a lungo termine derivante da un BTP€i. La ristrutturazione ha preservato il *mark-to-market* positivo della posizione originaria, consentendo altresì di abbassare il tasso fisso pagato dal Tesoro sul nuovo *swap* rispetto a quanto sarebbe accaduto se avesse stipulato un contratto *ex novo*.

Il forte rialzo dei tassi in dollari e il peggioramento del tasso di cambio tra euro e dollaro americano non hanno permesso l'emissione di nuovi titoli in valuta estera sotto il programma Global o EMTN, per cui non è stato necessario stipulare nuovi *Cross Currency Swap* (CCS).

Evoluzione del valore di mercato del portafoglio derivati

Nella successiva Tabella III.9 sono rappresentati i nozionali e i valori di mercato dei segmenti in cui si può suddividere il portafoglio di strumenti derivati⁶¹. Riguardo ai derivati sul debito, i “CCS” sono riferiti alle emissioni denominate in valuta estera, mentre gli “IRS di copertura” sono riferiti alle emissioni denominate in euro in cui il Tesoro si copre in modo puntuale rispetto a titoli a tasso variabile. Inoltre, nella categoria “IRS di *duration*” sono comprese tutte le posizioni riconducibili alla strategia di protezione dal rialzo dei tassi di interesse. 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.

Di seguito, sono riportati i valori relativi ai derivati su attivi e al portafoglio complessivo.

TABELLA III.9: PORTAFOGLIO DI STRUMENTI DERIVATI - ANNI 2022 E 2023 (MILIONI DI EURO)

Strumenti derivati su debito

Strumento	31/12/2022				31/12/2023			
	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
IRS ex-ISPA	1.833	1,92%	-245	17,25%	1.800	1,87%	-276	6,03%
CCS	17.643	18,45%	1.512	-106,48%	16.277	16,95%	871	-19,04%
IRS di copertura	4.270	4,47%	1.448	-101,97%	11.491	11,97%	930	-20,33%
IRS di <i>duration</i>	71.868	75,16%	-4.135	291,20%	66.434	69,20%	-6.099	133,34%
Totale derivati su debito	95.614	100,00%	-1.420	100,00%	96.002	100,00%	-4.574	100,00%
Titoli di Stato in circolazione	2.289.181				2.394.109			
Derivati su debito/Titoli di Stato	4,18%				4,01%			

Strumenti derivati su attivi (legge finanziaria per il 2005)

Strumento	Nozionale	MTM	Nozionale	MTM
IRS (Interest Rate Swap)	77	-1	3	0

Portafoglio strumenti derivati complessivo

Strumento	Nozionale	in %	MTM	in %	Nozionale	in %	MTM	in %
Derivati su debito	95.614	99,92%	-1.420	99,93%	96.002	100,00%	-4.574	100,00%
Derivati su attivi	77	0,08%	-1	0,07%	3	0,00%	0	0,00%
Totale strumenti derivati	95.691	100,00%	-1.421	100,00%	96.005	100,00%	-4.574	100,00%

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

Contratti di garanzia bilaterale su strumenti finanziari derivati (*)

Gli importi indicati si riferiscono all'ammontare netto della garanzia appostata alla fine di ciascun anno

Margine in contanti	-2.177	-389
---------------------	---------------	-------------

(*) Prestazione di garanzia bilaterale ai sensi del D.M. n.103382 del 20 dicembre 2017. Si veda la sezione Normativa sul debito pubblico - Norme su attività in derivati.

In caso di segno positivo si tratta di una giacenza netta depositata presso le controparti, in caso di segno negativo di una giacenza netta depositata presso il Tesoro.

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

Il nozionale del portafoglio di derivati è rimasto sostanzialmente stabile, con un lievissimo incremento di soli 314 milioni, mentre il *mark to market* ha registrato

un peggioramento di circa 3,2 miliardi di euro, risultando negativo per 4,6 miliardi di euro al 31 dicembre 2023 contro 1,4 miliardi di euro al 31 dicembre 2022. La componente del portafoglio riferita ai mutui attivi, ai sensi della legge finanziaria per il 2005, è sempre più esigua (vedi Tabella III.9); di conseguenza i valori citati sono sostanzialmente riconducibili a quelli relativi ai soli derivati sul debito. Il peggioramento del *mark-to-market* è attribuibile alla riduzione dei tassi *swap* oltre la scadenza annuale della curva. Nel segmento a medio termine, fino alla scadenza dei dieci anni, si è registrata infatti una riduzione media di circa 70 punti base, che si è poi attenuata fino a una media di 50 punti base nel segmento a lungo termine (tratto tra i 10 e i 20 anni) e a circa 20 punti base sulla scadenza trentennale. Nella parte a breve della curva, invece, si è registrato un andamento opposto: fino alla scadenza dell'anno i tassi sono considerevolmente cresciuti rispetto al 2022, in media di circa 110 punti base, determinando una forte inversione della curva *swap*, molto più pronunciata a fine 2023 rispetto a quella di fine 2022.

In dettaglio, per quanto riguarda i CCS, alla fine del 2023 il nozionale complessivo del portafoglio in valuta estera risulta in diminuzione a 16,3 miliardi di euro rispetto alla chiusura dell'anno precedente. Nel corso dell'anno 2023, infatti, non sono stati emessi nuovi titoli denominati in valuta estera e sono venuti a scadenza naturale un *global bond* in dollari statunitensi e un'emissione di tipo EMTN denominata in yen giapponesi.

Con riferimento agli IRS di copertura delle emissioni denominate in euro, l'incremento del nozionale di 7,2 miliardi è dovuto a tre fattori: la prosecuzione dell'attività di copertura puntuale del rischio di inflazione a lungo termine, già eseguita nel corso del 2022, per ulteriori 5,6 miliardi (di cui 1,6 contestuali alla chiusura per pari importo di un IRS contenuto nella strategia IRS di Duration); la copertura di due emissioni di tipo EMTN in euro indicizzate ad un tasso variabile (*constant maturity swap*) per 1,5 miliardi; la differenza di nozionale dovuta alla chiusura e immediata riapertura di una copertura puntuale per un'emissione EMTN indicizzata all'inflazione per circa 100 milioni di euro.

In merito agli IRS di macro-copertura del rischio di rialzo dei tassi di interesse, alla fine del 2023 il nozionale risulta ridotto di 5,4 miliardi di euro. Tale importo è il risultato di una serie di elementi. Il primo è la scadenza naturale di un IRS per un ammontare complessivo di 2,8 miliardi di nozionale. Inoltre, è stata eseguita una ristrutturazione che ha comportato l'estinzione anticipata di tre posizioni in essere, a fronte delle quali ne è stata aperta una più lunga, con scadenza pari a circa quaranta anni, allineata ai valori correnti di mercato. Questa ristrutturazione ha prodotto una riduzione netta del nozionale di 1 miliardo. Infine, l'estinzione anticipata di un'operazione per un importo di 1,6 miliardi di euro, ha consentito l'esecuzione di un nuovo IRS di copertura puntuale, con medesimo nozionale, riferito al rischio di inflazione a lungo termine e già menzionato sopra. Pertanto, alla fine del 2023 il portafoglio dei derivati di *duration* risulta pari a circa 66,4 miliardi di euro, contro i circa 71,9 miliardi della fine 2022. Nel corso dell'anno sono state inoltre effettuate altre due ristrutturazioni, che non hanno però avuto nessun impatto dal punto di vista del nozionale.

⁶¹ Per tutti i segmenti del portafoglio derivati menzionati in questo paragrafo, una descrizione dettagliata è contenuta nell'Allegato 4 contenuto nell'Appendice al presente Rapporto.

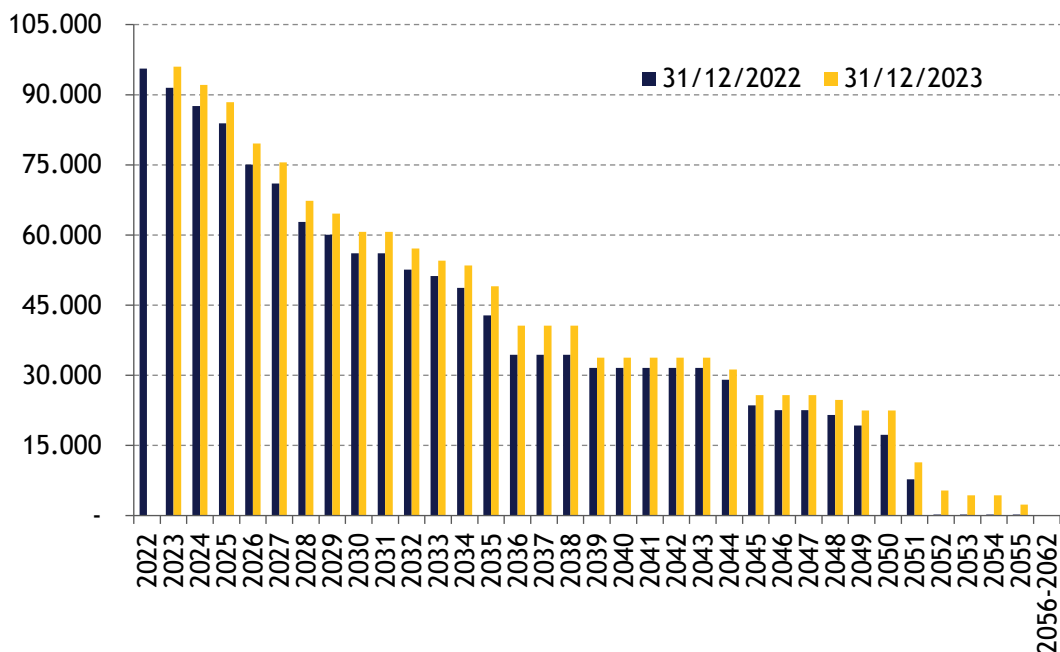
Nel corso del 2023, infine, è continuata l'attività contrattuale finalizzata alla mitigazione del rischio di controparte sul portafoglio derivati del Tesoro. È stato attivato un nuovo contratto di garanzia (CSA) bilaterale al fine di assoggettare a garanzia un nuovo IRS a copertura di un piazzamento privato emesso il 17 maggio 2023, denominato in euro e indicizzato a un tasso variabile (*constant maturity swap*). Inoltre, è stato modificato un CSA stipulato su operazioni preesistenti contestualmente alla ristrutturazione di un IRS.

Alla fine del 2023, l'importo complessivo netto della garanzia detenuta dalla Repubblica Italiana era pari a 389 milioni di euro, che è il saldo tra la garanzia versata al Tesoro da alcune delle controparti in strumenti derivati assoggettati al CSA e la garanzia versata dal Tesoro ad altre controparti sempre sotto CSA.

Riguardo agli strumenti derivati riferiti al debito (escludendo quindi le posizioni assunte ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 sui mutui attivi), il grafico seguente mostra l'evoluzione del nozionale anno per anno, rispettivamente a partire dal 31 dicembre 2022 e dal 31 dicembre 2023 fino all'ultima scadenza del portafoglio (2062).

Sebbene il *trend* di progressiva riduzione del nozionale sia rimasto immutato rispetto alla fine del 2022 e degli anni precedenti, è ancora più evidente l'allungamento del portafoglio di strumenti derivati dovuto al sensibile potenziamento delle scadenze più lunghe, dal 2050 in avanti. Anche l'ultima scadenza del 2062 risulta rafforzata dal nuovo IRS di macro-copertura che si è aggiunto alla storica posizione riferita a un titolo del programma EMTN.

GRAFICO III.14: CONFRONTO FRA L'EVOLUZIONE PROSPETTICA DEL NOZIONALE DEL PORTAFOGLIO DERIVATI IN ESSERE, RISPETTIVAMENTE, AL 31/12/2022 ED AL 31/12/2023, NELL'IPOTESI DI ESERCIZIO DELLE SWAPTION (MILIONI DI EURO)



Fonte: MEF

III.5 LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO

Nel 2023, il contesto geopolitico, le dinamiche inflattive, le politiche restrittive adottate dalle banche centrali e l'incertezza sulle aspettative hanno determinato rapidi cambiamenti dei livelli assoluti dei tassi e una certa volatilità sul mercato monetario, condizionando la gestione della liquidità da parte del Tesoro.

Come già approfondito nel paragrafo II.1, la prima parte dell'anno è stata caratterizzata dall'aumento costante dei tassi principali di riferimento BCE e dalla contestuale diminuzione della liquidità in circolazione per il proseguimento del QT e dei rimborsi delle tranche di TLTRO. Sul fronte della raccolta, tale contesto ha determinato un inasprimento delle condizioni di finanziamento, che il Tesoro ha fronteggiato attraverso una gestione volta a limitare l'impatto a lungo termine delle contingenti condizioni di mercato. Inoltre, la decisione della BCE di modificare la remunerazione delle giacenze governative depositate presso le Banche centrali nazionali a un tasso pari a €STR -20 punti base, volta a stimolare la velocità di circolazione della liquidità in eccesso, è stata prontamente recepita dal Tesoro mediante l'utilizzo di tutti gli strumenti di *cash management* a propria disposizione, con l'obiettivo di sfruttare pienamente la capacità del mercato di assorbire la liquidità in eccesso sul Conto Disponibilità. Nello specifico, il Tesoro ha intensificato l'impiego non collateralizzato, attraverso una politica di ampliamento delle controparti, e l'impiego collateralizzato, con la chiusura di contratti reverse repo di brevissima durata.

Nella seconda metà del 2023, invece, il rallentamento delle dinamiche inflattive nonché delle aspettative future ha spinto il mercato verso una stabilizzazione dei tassi d'interesse sul mercato monetario, con aspettative di taglio dei tassi da parte della Banca Centrale a partire dal secondo trimestre del 2024.

Nel complesso, la strategia di *cash management* appena analizzata ha permesso di conseguire i seguenti tre principali vantaggi: un notevole risparmio, grazie al differenziale tra il tasso di raccolta e il tasso di impiego, una parziale sostituzione alle emissioni sul comparto BOT e una maggiore elasticità nell'adattamento della raccolta alla variabilità giornaliera del fabbisogno, che ha consentito una più efficiente copertura dei saldi del Conto disponibilità, riducendo dinamicamente l'inefficienza di eccedenze di cassa non necessarie.

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

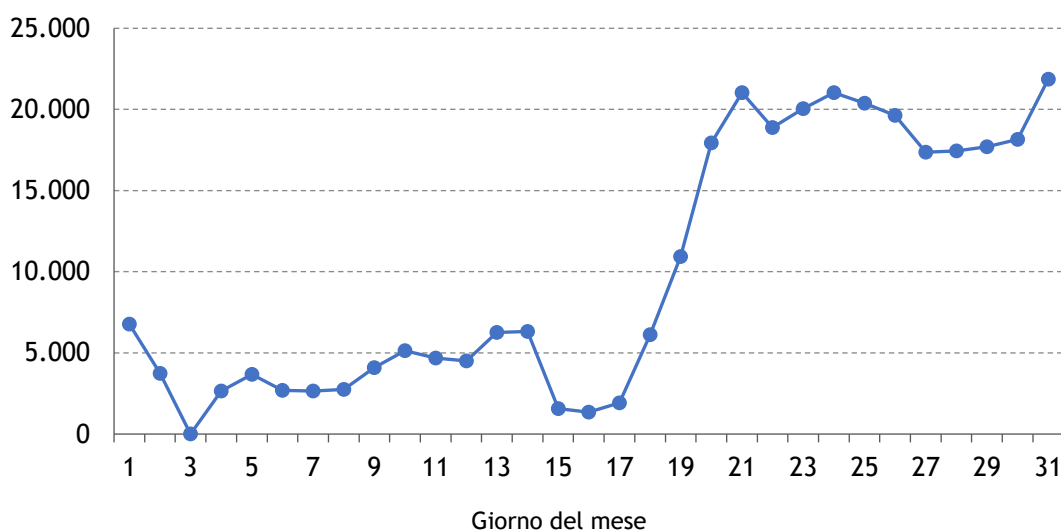
Come già accennato in precedenza, lo scambio continuo di informazioni - previsive e consuntive - tra la Ragioneria Generale dello Stato, il Dipartimento del Tesoro e la Banca d'Italia, è fondamentale per l'espletamento quotidiano dell'attività di *cash management*.

L'obiettivo principale di tale monitoraggio è la previsione del saldo del Conto disponibilità a fine giornata che, attraverso continui aggiornamenti infragiornalieri forniti dalla Banca d'Italia e poi validati dal MEF, permettono di aggiustare la previsione del saldo finale. Le istituzioni condividono, inoltre, uno scenario previsionale di più lungo termine, con aggiornamenti settimanali e di durata compresa tra 30 e 60 giorni, le cui informazioni vengono comunicate alla BCE per agevolare la politica monetaria.

Come si può intuire, il processo previsionale non è un'attività di mera registrazione ma presuppone delle stime sui dati futuri. La variabilità del dato dipende dalla notevole difficoltà di prevedere in anticipo, con assoluta precisione, il saldo di tutti i conti di tesoreria movimentati da una molteplicità di soggetti, in quanto, per taluni di essi, le previsioni sono basate su analisi statistiche e l'importo reale della variazione è individuabile con certezza solamente il giorno in cui avviene effettivamente la movimentazione.

Tuttavia, nel complesso, l'attività di monitoraggio e stima della liquidità è un processo in continua evoluzione ed affinamento e su base giornaliera l'errore di stima resta in un range statisticamente molto contenuto. Pertanto, le oscillazioni che si registrano sul Conto sono piuttosto considerevoli nel corso del mese, come illustrato dal Grafico III.15, dal quale si evincono livelli e ciclicità simili a quelli registrati negli anni precedenti.

GRAFICO III.15: VARIAZIONI MEDIE INFRA-MENSILI DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO – SCARTI RISPETTO AL MINIMO DEL MESE – ANNO 2023 (MILIONI DI EURO)



Fonte: MEF

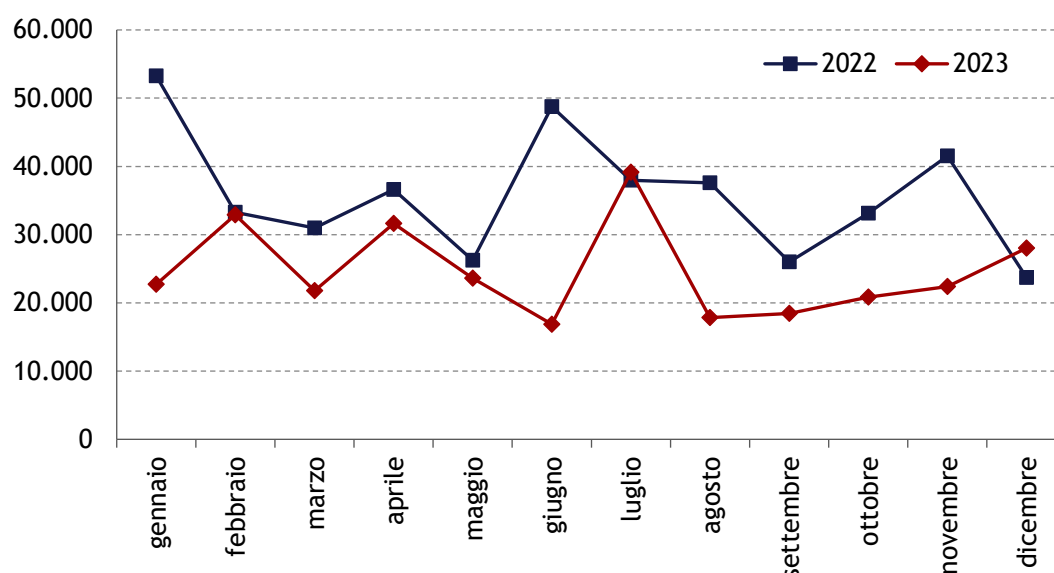
Come si può osservare, nella prima parte del periodo i saldi presentano poca variabilità, con valori prossimi ai minimi del mese. Questo significa che nel corso dei primi 15 giorni del mese non c'è una prevalenza di flussi in entrata e/o uscita che tendono, quindi, a compensarsi. I minimi di periodo vengono generalmente raggiunti intorno al quindicesimo giorno, a causa di ingenti pagamenti dal lato del fabbisogno - soprattutto interessi cedolari - mentre, nella seconda parte del mese, si assiste ad un andamento crescente dei saldi, dovuto soprattutto alle entrate fiscali. Queste oscillazioni complicano il compito del Tesoro, che deve detenere una quantità di liquidità sufficiente a far fronte ad eventuali pagamenti non preventivati e, soprattutto, 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. Le oscillazioni illustrate nel precedente grafico sono quindi riconducibili anche alle emissioni e alle scadenze dei titoli, che talvolta contribuiscono al notevole calo di inizio e di metà mese.

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

Come si evince dal Grafico III.16 la disponibilità liquida del Tesoro, riportata come differenza inframensile tra saldo massimo e minimo, ha mantenuto nel corso dell'anno un andamento piuttosto volatile, come verificatosi negli anni scorsi.

Tale evoluzione è riconducibile prevalentemente agli effetti derivanti dal profilo dei rimborsi dei titoli di Stato. La variabilità inframensile e le differenze dall'anno precedente sono altresì influenzate dalla diversa stagionalità dei flussi di entrata relativi al Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR), che nel 2022 sono stati erogati nei mesi di aprile e novembre, mentre nel 2023 a ottobre e dicembre. Inoltre, si nota per il 2023 uno scarto tra saldo massimo e minimo mediamente più basso rispetto all'anno precedente, grazie al crescente volume delle disponibilità liquide impiegate sul mercato.

GRAFICO III.16: SCARTO TRA SALDO MASSIMO E MINIMO MENSILE DELLE DISPONIBILITÀ LIQUIDE DEL TESORO – ANNI 2022 E 2023 (IMPORTI IN MILIONI DI EURO)



Fonte: MEF

Come si può notare dal Grafico III.17, infatti, l'impiego della liquidità nel 2023 è aumentato notevolmente in termini percentuali rispetto all'anno precedente, non solo grazie all'ampio utilizzo degli impieghi in depositi a termine non collateralizzati, ma anche grazie all'avvio nell'ultimo trimestre del 2023 della operatività in impiego collateralizzato di brevissimo termine, che hanno permesso di ampliare ulteriormente ed efficacemente lo *stock* di liquidità impiegato sul mercato.

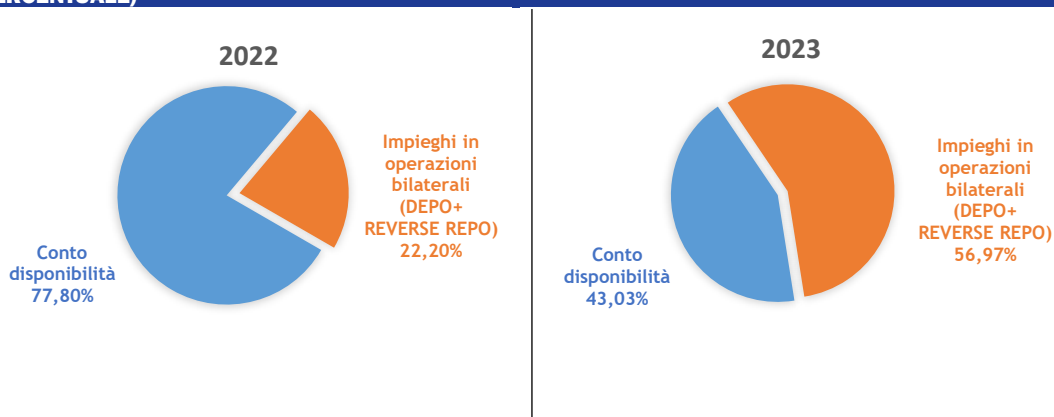
Nello specifico, lo *stock* medio delle operazioni bilaterali si è ridotto rispetto a quello degli anni precedenti, risultando pari a circa 10,4 miliardi invece dei 14,7 miliardi del 2022. Tuttavia, con riferimento al numero di operazioni disposte sul segmento collateralizzato, nel corso dell'anno solare si denota un rilevante incremento dell'attività rispetto al 2022, con uno *stock* medio di 7,8 miliardi e una sostanziale crescita del numero di operazioni rispetto al 2022 (da 140 a circa 2800), grazie soprattutto ai numerosi contratti con *tenor* inferiore alla settimana introdotti nel secondo semestre. Per tale motivo, rispetto al 2022, si è ridotta la durata media

delle suddette operazioni, attestatasi sugli 8 giorni nel 2023 rispetto ai 32 giorni dell'anno precedente.

Il totale di queste negoziazioni ha consentito al Tesoro di investire in media il 57% delle disponibilità liquide giacenti sul Conto disponibilità, contro il 22% del 2022 e il 12% del 2021. Tali operazioni hanno permesso di ottenere una remunerazione sempre migliorativa rispetto a quella applicata dalla BCE sulle giacenze governative, per un margine medio di circa 27 b.p.

La quota di liquidità depositata sul Conto disponibilità si è mantenuta attorno al 43,1%. Tali valori si collocano abbondantemente sotto al dato relativo al 2022, pari al 77,8%.

GRAFICO III.17: COMPOSIZIONE DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO - VALORI MEDI ANNO 2022 VS 2023 (IN PERCENTUALE)



Fonte: MEF

La riduzione della giacenza media, frutto di una strategia perseguita sia per ridurre l'onerosità della detenzione di eccesso di liquidità, sia per cercare di ridurre lo *stock* di titoli di Stato a breve termine in circolazione, è stata possibile anche grazie all'attività di *funding* tramite *repo*, che ha permesso di sfruttare le migliori condizioni offerte dallo specifico mercato, sia in termini di costo che di flessibilità.

Su tale mercato, infatti, il Tesoro ha mantenuto una presenza costante durante l'anno, concludendo circa 2200 operazioni, con un volume medio scambiato per singolo contratto pari a 144 milioni di euro. Nello stesso anno, il portafoglio finalizzato alle operazioni sul mercato dei pronti contro termine è stato modificato due volte, con decorrenza 17 luglio e 16 ottobre. Il 17 luglio sono state sostituite 5 *tranche* di BTP nominali in scadenza, con altrettante 5, appartenenti al medesimo comparto, mentre il 16 ottobre sono state aggiunte altre 5 nuove *tranche*. L'importo nominale di ogni *tranche* è stato pari a 1 miliardo, mentre l'importo complessivo ha raggiunto i 50 miliardi dopo l'ampliamento. Dall'inizio dell'anno si è registrato un costante impiego del portafoglio titoli, che ha raggiunto il massimo dei volumi nel mese di novembre, con 175 operazioni e circa 45 miliardi di euro scambiati. Inoltre, la media mensile del tasso medio ponderato per i volumi delle operazioni *repo* è passata dall'1,74% di gennaio al 3,91% di dicembre, a seguito dei ripetuti rialzi del tasso di *Deposit Facility*.

In Tabella III.10 viene riportata per tutto il 2023 la consistenza totale alla fine del mese della liquidità del Tesoro, ripartita tra operazioni di mercato e Conto disponibilità.

TABELLA III.10: CONTO DISPONIBILITÀ E IMPIEGHI DELLA LIQUIDITÀ DEL TESORO A FINE MESE NEL 2023 (MILIONI DI EURO)

Mese di riferimento	Saldo del Conto disponibilità	Operazioni di liquidità OPTES	Totale disponibilità liquide del Tesoro
Gennaio	23.810	9.961	33.771
Febbraio	32.435	10.002	42.437
Marzo	14.863	13.318	28.181
Aprile	26.267	11.997	38.264
Maggio	14.382	12.229	26.611
Giugno	19.307	21.592	40.899
Luglio	42.548	23.859	66.407
Agosto	20.257	32.169	52.426
Settembre	23.100	7.773	30.873
Ottobre	17.699	33.728	51.427
Novembre	14.824	23.687	38.511
Dicembre	11.141	22.088	33.229

Fonte: MEF

Conclusioni

Nel 2023 l'attività di gestione della liquidità è stata particolarmente complessa ma versatile. Infatti, il contesto di mercato non ha influito sugli obiettivi strategici del Tesoro che, come già avvenuto per il 2022, oltre all'efficiente gestione delle disponibilità di cassa mediate i depositi non collateralizzati e i *reverse repo*, ha contribuito alla riduzione delle distorsioni sul mercato, grazie all'operatività *Repo*. Nello specifico, la *repo facility* ha permesso il contenimento della *specialness* media sul comparto BTP ed ha offerto, principalmente ai *Primary Dealer*, uno strumento volto ad agevolare l'attività di *market making*, sostenendone l'impegno di offerta di liquidità sul mercato secondario.



MINISTERO DELL'ECONOMIA E DELLE FINANZE