

I titoli di Stato

I titoli di stato

I titoli di Stato sono obbligazioni emesse periodicamente con lo scopo di finanziare il debito pubblico e avere il denaro sufficiente affinché lo Stato possa svolgere le sue attività.

Vengono emessi dalla Repubblica Italiana, per il tramite del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF) che si avvale della collaborazione di Banca d'Italia per l'organizzazione e la conduzione dell'attività di collocamento.

Sono suddivisi in sette tipologie di strumenti disponibili sia per gli investitori privati sia per gli istituzionali e si differenziano essenzialmente per la durata dello strumento, la possibile indicizzazione e la modalità di remunerazione degli interessi.

- **I Titoli di Stato zero coupon**: strumenti che non prevedono la corresponsione di cedole periodiche. La remunerazione è rappresentata dal rendimento implicito pari alla differenza tra il valore nominale a rimborso ed il prezzo di emissione (BOT e CTZ)
- **I Titoli di Stato a tasso variabile** (CCT , CCTeu, BTP€i e BTP Italia)
- **I Titoli di Stato a tasso fisso** (BTP)

Titoli zero coupon

- **Buoni Ordinari del Tesoro (BOT):** sono titoli a breve termine che vengono emessi in asta competitiva con scadenza a 3, 6 e 12 mesi, o qualsiasi altra durata compresa entro l'anno (cosiddetti BOT flessibili)). Al termine dell'anno il MEF pubblica il calendario per le emissioni dei dodici mesi successivi. I titoli possono essere negoziati sul mercato MOT in modalità tel quel, ed i contratti sono regolati due giorni dopo la conclusione
- **Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ):** Sono titoli con durata pari a 24 mesi emessi tramite asta marginale mensilmente in concomitanza con i BOT a sei mesi. Sono negoziati sul mercato MOT in modalità tel quel ed i contratti sono regolati tre giorni dopo la conclusione

Titoli a tasso variabile

- **Certificati di Credito del Tesoro (CCT):** Sono titoli con la durata di 7 anni, emessi tramite asta marginale, le cui cedole semestrali sono date dal rendimento annuale dei Buoni Ordinari del Tesoro a sei mesi registrato nell'asta precedente l'inizio godimento della cedola moltiplicato per 0,5 e dunque aumentato di uno spread di 15 punti base; sulla remunerazione dei titoli incide anche lo scarto d'emissione, dato dalla differenza tra il valore nominale ed il prezzo di emissione. Sono negoziati sul mercato MOT in modalità corso secco ed i contratti sono regolati tre giorni dopo la conclusione.
- **Certificati di Credito del Tesoro (CCTeu):** sono titoli solitamente di durata di 7 anni e mai di durata inferiore ai cinque anni, emessi tramite asta marginale, che pagano cedole semestrali pari al tasso Euribor 6 mesi maggiorato di uno spread e moltiplicato per la base di calcolo ACT/360. Il tasso Euribor è rilevato due giorni lavorativi antecedenti il godimento della cedola. Come per i CCT, sulla remunerazione incide anche lo scarto d'emissione. Sono negoziati sul mercato MOT in modalità corso secco ed i contratti sono regolati tre giorni dopo la conclusione.
- **Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'Inflazione Europea (BTP€i):** Sono titoli a medio-lungo termine con scadenze a 5, 10, 15 o 30 anni, emessi mensilmente in concomitanza dell'asta di fine mese, che garantiscono una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi in Europa. Infatti, sia il capitale rimborsato a scadenza, sia le cedole semestrali di questi titoli sono rivalutati in base all'andamento dell'inflazione europea, misurato dall'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo nell'area dell'euro (IAPC) con esclusione del tabacco. Sono negoziati sul mercato MOT in modalità corso secco ed i contratti sono regolati tre giorni dopo la conclusione.
- **BTP Italia:** Sono titoli con scadenza a 4 anni che garantiscono una protezione contro l'aumento del livello dei prezzi in Italia. Infatti, sia il capitale sia le cedole sono rivalutati in base all'andamento dell'inflazione italiana, misurato dall'indice ISTAT dei prezzi al consumo per famiglie di operai e impiegati (FOI), con frequenza semestrale.

Titoli a tasso Fisso

- **Buoni del Tesoro Poliennali (BTP):** Sono titoli a medio-lungo termine con scadenze a 3, 5, 10 o 15 anni, emessi tramite asta marginale, che pagano cedole semestrali a tasso fisso costante. I titoli a 3 anni sono emessi due volte al mese, i titoli a 5 e 10 anni sono emessi mensilmente in concomitanza dell'asta di metà mese ed infine i titoli a 15 e 30 anni sono emessi trimestralmente. Sono negoziati sul mercato MOT in modalità corso secco ed i contratti sono regolati tre giorni dopo la conclusione

Corso Secco e Tel Quel

- **Corso Secco:** quotazione di un titolo relativa al solo capitale, senza il rateo di interessi maturati fino al giorno della transazione. Salvo diversa indicazione di Borsa Italiana SpA, sono quotate al corso secco i titoli di Stato, le obbligazioni e le asset-backed securities (ABS). Ciò significa che al prezzo del titolo che viene formato quotidianamente va aggiunto il rateo di interesse maturato fino al giorno della negoziazione incluso
- **Corso tel quel:** Prezzo di negoziazione di un titolo comprensivo del rateo di interesse/dividendo maturato dal giorno dell'ultimo godimento al giorno della negoziazione:

$$\text{Corso tel quel} = \text{corso secco} + \text{cedola in maturazione}$$

- Al venditore del titolo negoziato a corso tel quel spetta la parte di interessi fino alla conclusione della contrattazione. In Italia sono quotati tel quel gli strumenti finanziari diversi da titoli di Stato, obbligazioni e asset-backed securities.
- L'importanza della distinzione deriva dal fatto che il confronto sui titoli obbligazionari viene fatto attraverso il Corso Secco, essendo lo stesso privo della variabilità del tasso di interesse e quindi confrontabile, mentre il Prezzo Tel Quel è il valore di riferimento per la compravendita e la contabilità successiva, in quanto il totale del denaro investito per una certa quantità di titoli obbligazionari sarà pari al Corso Secco più il Rateo d'interessi maturato sino a quel momento, quindi pari proprio al Prezzo Tel Quel.

Tassi Euribor

- L'Euribor è il tasso interbancario di riferimento comunicato giornalmente dalla European Money Markets Institute (EMMI, in precedenza nota come European Banking Federation, EBF) come media dei tassi d'interesse ai quali primarie banche attive nel mercato monetario dell'euro, sia nell'eurozona che nel resto del mondo, offrono depositi interbancari a termine in euro ad altre primarie banche. Per primaria banca si intende un istituto di credito con elevata affidabilità per i depositi a breve termine, capace di prestare a tassi di interesse competitivi, notoriamente attivo in strumenti di mercato monetario denominati in euro e con accesso alle operazioni di mercato aperto dell'Eurosistema.
- Non esiste un solo tasso Euribor ma uno per ogni scadenza dei depositi interbancari negoziati sul mercato interbancario: Euribor a 1 settimana, a 1 mese, a 3 mesi, a 6 mesi e a 12 mesi. Il tasso Euribor più conosciuto dai cittadini è probabilmente quello a sei mesi, che viene normalmente utilizzato come riferimento per il calcolo degli interessi per i mutui a tasso variabile.

EURIBOR						
Nome	Fixing	Data	Fixing Pr.	Data Pr.	Fixing 365	Fixing 365 Pr.
Eonia	-0.369	08/03/2019	-0.364	07/03/2019	-0.37413	-0.36906
Euribor 1S	-0.375	08/03/2019	-0.375	07/03/2019	-0.38021	-0.38021
Euribor 1M	-0.367	08/03/2019	-0.367	07/03/2019	-0.37210	-0.37210
Euribor 3M	-0.308	08/03/2019	-0.308	07/03/2019	-0.31228	-0.31228
Euribor 6M	-0.232	08/03/2019	-0.231	07/03/2019	-0.23522	-0.23421
Euribor 1Y	-0.109	08/03/2019	-0.108	07/03/2019	-0.11051	-0.10950
Nome	Fixing	Data	Fixing Pr.	Data Pr.	Fixing 365	Fixing 365 Pr.

Legame prezzo e rendimenti

- Prendiamo un titolo obbligazionario decennale che viene quotato a 100 (alla pari) e paga ogni anno 3 di interessi. Questo vuol dire che in quel dato momento il rendimento di mercato per titoli simili per rischiosità e durata è il 3%.
- Ora, cosa succede se il giorno dopo il rendimento dei titoli decennali simili dovesse passare al 5%?
- Sul mercato un investitore può comprare sempre a 100 un titolo decennale che paga ogni anno 5. Naturalmente, con titoli simili in circolazione, nessuno vorrà più comprare a 100 quella obbligazione decennale che pagava 3 di interesse; per comprarla occorre che il prezzo scenda e per la precisione dovrà scendere fino a 84,56. A questo prezzo, incassando 3 di interessi, si avrà un rendimento del 5%, cioè quello di mercato.
- Naturalmente, accade l'esatto contrario quando i tassi di mercato scendono. Nel nostro caso, se ad esempio i tassi di mercato passassero all'1%, ci sarà una domanda tale della nostra vecchia obbligazione che paga 3 annui di interessi che il prezzo arriverà fino a 118,94.
- A questo punto, la relazione è semplice:
 - “se i tassi salgono il prezzo delle obbligazioni scende e viceversa”

Meccanismi di collocamento

- **Asta pubblica:** permette la partecipazione di una vasta platea di investitori (operatori abilitati), garantisce trasparenza nell'operatività ed un elevato grado di competizione. L'asta pubblica, per i vantaggi che apporta, è privilegiata dal tesoro italiano.
- **Consorzio di banche** selezionate tra gli operatori specialisti in titoli di Stato, che si incaricano di raccogliere gli ordini di investitori finali (cosiddetto collocamento sindacato). Si ricorre a questa seconda modalità per far fronte a circostanze particolari, come ad esempio l'introduzione di nuove "forme" di titoli di Stato per le quali non si conosce ancora l'interesse del mercato. Ad esempio si fa ricorso a questa tipologia d'asta per i BTP indicizzati all'inflazione europea e per i BTP con scadenza molto lunga.
- **Piattaforme di negoziazione elettroniche:** questa modalità è stata introdotta per la prima volta a partire dal 2012 quando furono emessi i titoli di Stato indicizzati all'inflazione italiana. L'utilizzo di piattaforme di negoziazione elettroniche consente una più agevole partecipazione anche ai piccoli investitori.
- Le aste dei titoli di Stato sono effettuate presso la Banca d'Italia, in presenza di un funzionario del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), responsabile della regolarità dell'asta. Il Tesoro attualmente utilizza due tipologie di aste:
 - **l'asta competitiva** in termini di rendimento per i BOT;
 - **l'asta marginale** con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa per i CTZ, BTP, CCT/CCTeu e BTP€i.

Asta Competitiva

- Attualmente l'asta competitiva è riservata ai soli BOT. Le richieste provenienti dagli operatori abilitati (ogni operatore può presentare 3 richieste differenti, indicando per ciascuna il quantitativo richiesto ed il prezzo di sottoscrizione; gli importi complessivi di ciascuna offerta non possono comunque essere inferiori ad un milione e mezzo di euro) vengono ordinate in maniera crescente rispetto al rendimento (o decrescente rispetto al prezzo) e in tale ordine vengono soddisfatte fino al completo esaurimento della quantità richiesta. Le offerte rimangono segrete fino alla fase di aggiudicazione.
- Nel caso in cui le offerte con il rendimento più alto non possano essere totalmente accolte, si procede al riparto pro-quota. Ne deriva che, con l'asta competitiva, ciascuna richiesta accolta viene aggiudicata al tasso proposto dall'operatore.
- Per definizione, quindi, l'asta competitiva si conclude con una molteplicità di rendimenti. Partendo da questi, la Banca d'Italia calcola il rendimento medio ponderato e il corrispondente prezzo medio ponderato.
- Per evitare che vengano soddisfatte richieste "anomale" e non in linea con le richieste di mercato, la banca d'Italia provvede a calcolare:
 - un rendimento minimo accoglibile (o rendimento di salvaguardia): le richieste con rendimento al di sotto di tale valore non vengono accolte per evitare che i rendimenti siano poco convenienti per i risparmiatori;
 - un rendimento massimo accoglibile (o rendimento di esclusione): per escludere dalle aste le domande speculative, ovvero quelle richieste che presentano rendimenti troppo al di sopra della media

Esempio

In questo esempio si suppone di dover collocare 7 milioni di BOT. Nella tabella sottostante sono riportati in ordine crescente di rendimento le richieste pervenute da 4 intermediari abilitati. La domanda è pari a 12 milioni di euro ed ha superato l'offerta (7 milioni).

Operatore	Richiesta n°	Rendimento %	Quantità richiesta	Quantità cumulate
A	1 ^a	1,00	900	900
A	2 ^a	1,15	800	1.700
D	1 ^a	1,65	800	2.500
B	1 ^a	1,70	1.000	3.500
C	1 ^a	1,80	1.500	5.000
A	3 ^a	1,82	1.000	6.000
C	2 ^a	1,82	650	6.650
D	2 ^a	1,84	350	7.000
C	3 ^a	1,84	1.400	8.400
B	2 ^a	1,88	1.100	9.500
B	3 ^a	2,60	1.500	11.000
D	3 ^a	2,80	1000	12.000
Totale richiesto			12.000	

Tenuto conto delle richieste pervenute, della quantità offerta, del prezzo minimo e massimo, i BOT saranno collocati sul mercato tra i vari operatori secondo le modalità evidenziate in tabella:

TABELLA RIEPILOGATIVA DELLE ASSEGNAZIONI

Rendimento di aggiudicazione %	Quantità assegnata per rendimento di aggiudicazione				Totale
	A	B	C	D	
1,563	1.700	0	0	0	1.700
1,650	0	0	0	800	800
1,700	0	1.000	0	0	1.000
1,800	0	0	1.500	0	1.500
1,820	1000	0	650	0	1.650
1,840	0	0	280	70	350
Totale	2.700	1.000	2.430	870	7.000

Come è facile comprendere, la logica dell'asta competitiva è sicuramente vantaggiosa per il Tesoro. Attraverso questo meccanismo il Tesoro si garantisce il collocamento sul mercato dei BOT alle migliori condizioni possibili. Dalla tabella si può immediatamente notare che, al crescere dei rendimenti, le quantità assegnate sono via via minori

Asta Marginale

- L'asta marginale è la tipologia d'asta utilizzata per il collocamento della maggior parte dei titoli di Stato ad esclusione dei BOT. Anche nel caso dell'asta marginale il Tesoro provvede ad ordinare le richieste in ordine decrescente di prezzo (o crescente di rendimento).
- La differenza rispetto all'asta competitiva è che le richieste accolte (ogni operatore può presentare 5 richieste) vengono soddisfatte tutte allo stesso prezzo, che coincide con quello meno elevato offerto dai partecipanti, ovvero con il prezzo dell'ultima richiesta accolta. Il prezzo più basso al quale vengono successivamente soddisfatte tutte le richieste è chiamato prezzo marginale. Nel caso in cui le offerte al prezzo marginale non possano essere totalmente accolte, si procede al riparto pro-quota.
- Supponiamo che il Tesoro decida di collocare 30 milioni di euro di CTZ e che le richieste siano pervenute secondo tale modalità.

Operatore	Quantità domandata in milioni di euro	Quantità cumulata	Prezzo offerto
A	10	10	97,85
B	15	25	96,75
C	5	30	96,50
D	8	38	95,00
TOTALE	38		

- Poiché la domanda è stata maggiore dell'offerta, l'operatore D viene escluso dall'asta. Il prezzo più basso offerto tra le richieste accolte è quello proveniente dall'operatore C. Tale prezzo rappresenta il prezzo marginale al quale saranno soddisfatte tutte le richieste accolte. La logica dell'asta marginale è particolarmente sfavorevole per il Tesoro. In base a questa logica il lo Stato italiano è costretto a pagare interessi più alti anche a chi si sarebbe accontentato di un rendimento minore.