

IL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

I titoli di Stato italiani vengono emessi dal Ministero dell'Economia e delle Finanze (Direzione II - "Debito Pubblico" del Dipartimento del Tesoro). I titoli sono tipicamente collocati con il metodo dell'asta pubblica, ma in qualche caso si è fatto ricorso al sindacato di collocamento e a piattaforme di negoziazione elettroniche. Un aspetto cruciale per il successo del collocamento è l'efficienza dei mercati secondari che danno la possibilità agli investitori di liquidare il titolo prima della scadenza. La credibilità dello Stato nel mantenere gli impegni presi, il buon funzionamento delle aste e del mercato secondario sono tutti fattori rilevanti per garantire la fiducia degli investitori e quindi il piazzamento di tutti i titoli ad ogni emissione.

Data la dimensione del debito pubblico italiano, il mercato dei titoli di Stato emessi del Tesoro è uno dei mercati più grandi del mondo. Per garantire un buon piazzamento dei titoli emessi da parte dello Stato è essenziale che questo sia politicamente ed economicamente solido e quindi credibile nel mantenere le obbligazioni prese con gli investitori. Sono importanti però anche gli aspetti tecnici relativi al funzionamento del mercato che riguardano il mercato primario, quello in cui avviene il collocamento, e il mercato secondario, dove gli investitori possono liquidare le proprie posizioni prima della scadenza.

Nel seguito, si considerano le principali caratteristiche prima del mercato primario e poi di quello secondario.

L'asta pubblica

L'asta pubblica è il metodo preferito perché permette la partecipazione un gran numero di investitori e garantisce elevata competitività e trasparenza. Le aste si svolgono per via informatica, con il controllo di regolarità svolto dalla Banca d'Italia (Servizio Operazioni sui Mercati – Divisione Debito Pubblico) alla presenza di un funzionario del Ministero dell'Economia e delle Finanze (MEF), in rappresentanza del Ministro. I soggetti che possono partecipare alle aste, inviando le domande per via telematica, sono i cosiddetti "operatori abilitati", ovvero le banche e le imprese di investimento registrate presso la Banca d'Italia. Tali intermediari finanziari devono soddisfare i seguenti requisiti: aver firmato l'apposita convenzione con la Banca d'Italia che regola la sottoscrizione dei titoli di Stato, aver sostenuto i test per l'accesso remoto alla rete nazionale interbancaria ed essere in grado di regolare l'operazione direttamente o tramite un altro intermediario autorizzato.

Vi sono due tipologie di aste utilizzate dal Tesoro: l'asta competitiva e quella marginale.

L'asta competitiva è il metodo di collocamento dei BOT e prevede che le domande vengano soddisfatte al tasso proposto da ciascun operatore secondo rendimenti crescenti, da quelle con i rendimenti più bassi a quelle con i più alti, fino all'esaurimento della quantità offerta. Per convenzione, le quotazioni vengono espresse in termini di rendimento e non di prezzo.

Poiché le richieste allocate sono aggiudicate al tasso proposto da ciascun operatore, si ha una molteplicità di tassi di allocazione. La Banca d'Italia calcola successivamente il rendimento medio ponderato e il suo corrispondente prezzo: questo prezzo è importante

perché è quello a cui gli intermediari rivendono i titoli alla clientela retail. Per evitare che il rendimento medio ponderato sia influenzato eccessivamente da domande non in linea con l'andamento del mercato, vengono fissati rendimenti minimi e massimi accoglibili.

L'asta marginale, invece, è la modalità utilizzata per i titoli a medio-lungo termine (CTZ, BTP, CCT/CCTeu e BTP€i) e prevede che le richieste allocate siano aggiudicate tutte allo stesso prezzo, ovvero il prezzo marginale. In particolare, la quantità e il prezzo di aggiudicazione vengono determinati con un meccanismo discrezionale: la prima è compresa tra l'ammontare minimo e massimo che vengono annunciati nel comunicato stampa precedente all'asta, mentre il prezzo marginale è il prezzo meno elevato tra quelli offerti dagli aggiudicatari e vale per tutti gli operatori assegnatari; anche in questo caso si escludono i prezzi ritenuti non convenienti rispetto alle condizioni di mercato.

Facendo un semplice esempio, se un operatore vuole comprare un BOT ed offre 100,4 egli pagherà 100,4 a condizione che sia aggiudicatario. Se invece lo stesso operatore vuole comprare un BTP ed offre 100,4, ma l'offerta più bassa (quella del compratore marginale) è pari a 100,2 allora l'operatore e tutti gli altri aggiudicatari pagheranno 100,2. Viene quindi da domandarsi perché non si utilizzi solo l'asta competitiva: nel nostro esempio, l'operatore sarebbe stato disposto a pagare 100,4 per un BTP, ma grazie al meccanismo dell'asta marginale pagherà effettivamente soltanto 100,2, riducendo quindi i ricavi per lo Stato.

Le cose sono in realtà più complesse e non vi è totale accordo a livello internazionale su quale sia il metodo migliore; la letteratura tende a concludere che le aste marginali massimizzano i ricavi dello Stato e ne suggerisce l'uso per finanziare il debito ad un costo più basso, anche se, in pratica, entrambi i metodi d'asta sono molto diffusi.

Il motivo per cui i ricavi dovrebbero essere più elevati nelle aste marginali è che in un'asta competitiva gli operatori tendono a essere più prudenti sapendo che il prezzo che offrono sarà effettivamente quello che devono pagare. Più precisamente, gli operatori tendono a ribassare le proprie offerte considerando il valore che essi stimano per la rivendita dello stesso titolo nel mercato secondario. Infatti, un compratore che vince l'asta perché ha offerto il prezzo più alto tra tutti quelli congrui sta offrendo un prezzo sopra la valutazione media del prezzo di rivendita del titolo, quindi è più esposto a rischio di perdita nel mercato post-asta. Data questa "maledizione del vincitore", secondo diversi studi la metodologia d'asta che massimizza i profitti dello Stato, minimizzando il ribasso delle offerte, è quella marginale.

Sindacato di collocamento

Quando sono stati introdotti nuovi strumenti finanziari, ad esempio le prime emissioni di BTP€i nel 2003 e di CCTeu nel 2010, o si è avvertita l'esigenza di fare valutazioni particolarmente accurate su un titolo circa l'interesse del mercato, il prezzo di emissione o il quantitativo da offrire, come nel caso dei BTP€i e dei BTP a lunghissimo termine, il Tesoro ha fatto ricorso a un sindacato di collocamento. In questa modalità di collocamento un gruppo di banche, il cosiddetto sindacato, è incaricato di raccogliere gli ordini degli investitori finali, piazzando così in modo efficiente un determinato quantitativo del titolo di Stato in emissione. In particolare, le banche partecipanti sono scelte tra gli operatori Specialisti in titoli di Stato, i quali svolgono la funzione di "market maker", ovvero "fanno il mercato" determinando il prezzo di acquisto e di vendita dei titoli. Infatti, essi sono obbligati a sottoscrivere le aste dei titoli di Stato e a negoziarne i volumi sul mercato secondario, garantendone la liquidità. A fronte di questi obblighi, gli Specialisti in titoli di Stato godono del privilegio di partecipare in esclusiva ai collocamenti supplementari delle aste pubbliche, ovvero la riapertura prevista per i titoli a medio-lungo termine e i BOT a sei e dodici mesi.

Piattaforme di negoziazione elettroniche

Per il titolo di Stato indicizzato all'inflazione italiana, il cosiddetto BTP Italia, è stato introdotto un nuovo meccanismo di emissione che utilizza la piattaforma elettronica Mercato Obbligazionario Telematico (MOT) di Borsa Italiana, il mercato secondario elettronico in cui è possibile negoziare la compravendita di titoli di Stato italiani ed esteri. Il collocamento del BTP Italia è un'operazione di mercato primario poiché il titolo viene emesso per la prima volta, ma l'uso della piattaforma elettronica del MOT comporta che il tasso cedolare sia determinato al termine del collocamento in base alle condizioni di mercato, mentre il prezzo è uguale al valore nominale (alla pari), a differenza della procedura d'asta dove il prezzo viene determinato al termine della stessa. Inoltre, il ricorso a tale modalità di emissione è giustificato dalla volontà di indirizzare il BTP Italia al mercato al dettaglio e quindi soprattutto ai risparmiatori individuali. Infatti, vi sono due fasi dell'emissione del BTP Italia e le loro caratteristiche dimostrano il focus sul mercato retail. Alla prima fase, ovvero i primi tre giorni dell'offerta, possono partecipare solo i "risparmiatori individuali e altri affini", e questi possono acquistare il titolo via internet, attraverso il proprio home-banking, oppure recandosi presso la propria banca o Ufficio

Postale abilitato secondo le modalità tradizionali. La seconda fase, invece, è solo dalle ore 9 alle ore 11 dell'ultima giornata del periodo di collocamento ed è riservata agli investitori istituzionali.

I mercati secondari

Una volta che i titoli di Stato sono stati emessi e collocati nel mercato primario, le operazioni successive all'asta, come la compravendita e le negoziazioni dei titoli già in circolazione, avvengono sul mercato secondario. Il mercato secondario, quindi, esiste in risposta ad esigenze di liquidità, offrendo la possibilità di vendere l'obbligazione prima della sua scadenza. In Italia vi sono due principali mercati secondari in cui vengono negoziati i titoli di Stato: il Mercato Secondario Telematico dei Titoli di Stato (M.T.S.) e il Mercato Obbligazionario Telematico (MOT). Questi sono mercati regolamentati, ossia soggetti ad una disciplina rigorosa che ne assicura la massima trasparenza. Gli intermediari finanziari hanno anche la possibilità di comprare e vendere titoli su altri tipi di mercati elettronici, con minori obblighi di quotazione e trasparenza (sistemi multilaterale di negoziazione, detti MTF, e internalizzatori sistematici), o anche senza vincoli particolari, sui cosiddetti mercati "Over the Counter".

Il M.T.S. è un mercato secondario all'ingrosso, regolamentato, nel quale possono agire solo operatori specializzati, ovvero investitori istituzionali quali banche nazionali, comunitarie ed extracomunitarie, imprese d'investimento italiane, comunitarie ed extracomunitarie, il Ministero del Tesoro e la Banca d'Italia. Il M.T.S. è stato istituito nel 1988 – primo mercato al mondo completamente elettronico - ed è attualmente gestito dalla società MTS S.p.A., i cui azionisti sono MBE Holding (joint venture tra Euronext NV e Borsa Italiana S.p.A.) per il 60 per cento e istituzioni bancarie per il capitale rimanente. Vi si negoziano titoli di Stato e titoli garantiti dallo Stato con un minimo delle transazioni fissato a 2,5 milioni di euro, in modalità "quote driven": in altre parole, il mercato è basato su quotazioni esposte da operatori, i quali possono essere operatori principali (primary dealers), che hanno l'obbligo di esporre prezzi sia in acquisto che in vendita e svolgono quindi la funzione di market maker, oppure semplici dealers, e si conclude un contratto ogniqualvolta un investitore è disposto ad accettare le condizioni di prezzo quotate dall'operatore. In sostanza, prezzi esposti sono impegnativi ed immediatamente eseguiti, non appena un operatore "clicca" sul prezzo quotato da un altro operatore, in acquisto o in vendita.

Il MOT, invece, è il mercato regolamentato italiano per le negoziazioni di titoli al dettaglio. Nato nel 1994 e gestito dalla società Borsa Italiana S.p.A., il MOT è finalizzato ad agevolare l'accesso degli investitori privati al mercato obbligazionario e a rendere più efficiente l'operatività degli investitori professionali, grazie ad un sistema di negoziazione elettronico e completamente automatizzato in ogni fase. Il MOT è caratterizzato da una struttura di mercato "order driven": i partecipanti, sia retail che professionali, possono inserire la propria proposta di acquisto o vendita concorrendo così direttamente alla formazione del prezzo. In particolare, in questo mercato gli investitori possono inserire proposte con limite di prezzo, oppure senza limite di prezzo. Nel primo caso le offerte saranno eseguibili solo a prezzi uguali o maggiori rispetto al limite indicato; invece nel secondo caso le offerte sono "al meglio" e vengono eseguite al miglior prezzo che il mercato offre in un dato momento. Le contrattazioni avvengono con un'asta iniziale, durante la quale i contratti sono conclusi ad un prezzo teorico, determinato al termine dell'asta, che massimizza il quantitativo scambiato. Successivamente si ha una fase di negoziazione continua, nel corso della quale si confrontano gli ordini consolidati nel market order book e si incrociano in base al criterio prezzo/tempo (ovvero si parte dall'offerta presentata a prezzo più alto e in caso di parità di prezzo tra le offerte si dà priorità quella presentata prima).

Maggiore è il numero degli ordini presenti, maggiore la liquidità del mercato e, quindi, l'efficienza del processo di formazione dei prezzi, l'attrattività del mercato per i potenziali investitori e la possibilità per loro di ottenere il miglior prezzo date le condizioni generali del mercato. Per questo motivo può anche essere prevista la presenza di operatori a sostegno delle negoziazioni, specialisti o specialisti in acquisto, al fine di aumentare la liquidità del mercato. Il MOT è ripartito in due segmenti, DomesticMOT ed EuroMOT, che utilizzano due diversi sistemi di liquidazione. I Titoli di Stato Italiani e altri titoli di debito venduti attraverso il sistema di liquidazione nazionale sono negoziati nel primo segmento. Fra mercato secondario e mercato primario vi è una stretta interazione. Il mercato secondario è caratterizzato da un aggiornamento continuo dei prezzi dei titoli, poiché questi si formano combinando ordini che hanno prezzo, quantità e tempo differenti e sono un riflesso delle condizioni alle quali gli operatori sono propensi a stipulare i contratti di compravendita. Il mercato, quindi, è caratterizzato da un processo di price discovery: gli operatori trasmettono al mercato le loro aspettative e percezioni sul rischio dell'andamento dell'attività che sottostà allo strumento finanziario, i prezzi assorbono a mano a mano

queste informazioni e le riflettono sinteticamente all'insieme degli operatori, i quali a loro volta aggiorneranno le loro aspettative iniziali, aggiudicandosi così nuovi ordini. Si ha quindi una progressiva rivelazione del valore dello strumento finanziario nel mercato secondario che influenza anche gli operatori presenti nel mercato primario, e ciò vale particolarmente per gli Stati quando emettono nuovi titoli per finanziare il debito. Dalla differenza di rendimento dei titoli di stato decennali scambiati sul mercato secondario si ha l'ormai noto spread: nel caso dell'Italia per lo spread a 10 anni, come per le altre scadenze, si confronta il rendimento dei Btp (rilevato sul mercato M.T.S.) rispetto a quello del Bund tedesco di uguale scadenza.

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore

Osservatorio CPI

l Osservatorio conti pubblici italiani

 @OsservatorioCPI

 @CottarelliCPI