

XII Workshop OCSE sui Mercati dei Titoli Pubblici e sulla Gestione del Debito Pubblico nei Mercati Emergenti

Roma, Giugno 2002

Nell'ambito delle attività di cooperazione internazionale e di partecipazione al Gruppo di lavoro dell'OCSE su "Gestione del Debito Pubblico" (Public Debt Management Working Party), la Direzione Seconda ha ospitato, nei giorni 23 e 24 Maggio scorsi, la XII edizione del Workshop sui Mercati dei Titoli Pubblici e sulla Gestione del Debito Pubblico nei Mercati Emergenti. All'incontro – cui annualmente partecipano gestori ed esperti del debito provenienti da Governi o banche Centrali – sono intervenuti 78 partecipanti, in Rappresentanza di 30 paesi, con la novità rilevante della partecipazione di rappresentanti di Paesi dell'Asia orientale (Filippine, Thailandia, India, Corea del Sud). Erano rappresentate anche Istituzioni Internazionali quali la Banca Mondiale ed il Fondo Monetario Internazionale.

Le tre sessioni del XII Workshop hanno affrontato i seguenti argomenti:

I Sessione

Il ruolo dei derivati nella gestione del debito pubblico

Nella sessione sono stati affrontati problemi relativi all'utilizzo di strumenti derivati (principalmente "plain vanilla" Swaps ed Opzioni). La discussione, attraverso le presentazioni degli oratori ed il dibattito generale, è stata di estremo interesse, concentrandosi sull'aspetto del prudente uso di tali operazioni nella gestione del Debito Pubblico e sulla loro utilità per raggiungere obiettivi di costo del finanziamento, profilo delle scadenze e di *duration* del portafoglio di passività. In particolare, alcuni Paesi si sono soffermati sulla necessità di individuare criteri precisi di selezione delle controparti in tali operazioni (ad esempio il merito di credito). In realtà, come si è osservato nel corso della discussione, anche i compiti amministrativi (di "back office") connessi all'attività in derivati hanno un ruolo cruciale e devono essere sviluppati e controllati in maniera continua. Alcuni responsabili del debito hanno sottolineato, su di un piano molto più generale, gli aspetti connessi al ruolo istituzionale dei gestori del Debito Pubblico, evidenziando le problematiche relative alla natura del debito pubblico, alla non desiderabilità di attività di arbitraggio da parte degli Stati Sovrani ed alla rilevanza dei conflitti di interesse nelle attività di gestione del debito, soprattutto in relazione alla politica monetaria, fiscale ed economica in generale.

Da parte degli operatori di mercato presenti, sono venuti spunti di riflessione relativi a strumenti di tipo diverso, come opzioni e combinazioni di opzioni, per la gestione dei rischi di cambio e macroeconomici da parte degli emittenti Sovrani dei Paesi Emergenti.

Infine, quasi tutti gli interventi hanno sottolineato il frequente uso dei derivati in combinazione con attività di "benchmarking", sebbene con differenze notevoli tra Paesi, conseguenti anche alle diverse strutture e dimensioni dei portafogli di passività.

II Sessione

Aspetti relativi alla gestione del debito a livello sub-nazionale

Nella sessione sono stati esaminati problemi relativi al finanziamento sul mercato dei capitali da parte degli enti sub-nazionali. Questo argomento è stato discusso alla luce dei mutamenti in senso federale e dei processi di decentramento degli assetti di governo e di intervento dello Stato nell'economia. In particolare, la discussione si è concentrata sulle tematiche della sorveglianza e del controllo da parte degli Stati Nazionali e sul confronto delle diverse esperienze, anche legislative, tra i vari Paesi presenti. L'argomento, poi, rivestiva un particolare interesse per gli Stati appartenenti all'Unione Europea, visti gli obblighi di rispetto dei parametri di finanza pubblica in termini di Pubbliche Amministrazioni (non limitati, quindi, al debito delle sole Amministrazioni Centrali).

Alcuni interventi hanno considerato le varie possibili tecniche di controllo e le diverse aree critiche sulle quali tale controllo si deve esercitare. La Finlandia, che (pur tenendo presenti le differenze importanti connesse alle ridotte dimensioni dell'economia) presenta una struttura di federalismo fiscale e di bilancio decentrato molto accentuata, ha illustrato le linee ispiratrici ed il senso di alcune recenti modifiche legislative, incentrate sulla costituzione di un agente di finanziamento di proprietà pubblica che svolge in esclusiva il ruolo di prestatore di fondi (intermediario) per le autorità sub-nazionali.

Alcuni Stati con tradizione federale consolidata hanno mostrato come si configurino al proprio interno, in contesto di autodisciplina consolidata da una lunga tradizione, le strutture di finanziamento dei livelli sub-nazionali.

In conclusione, sono emersi come fattori critici di controllo sia l'ambito di definizione delle entità sub-nazionali (alcuni paesi emergenti intendono con tale termine più le aziende di proprietà pubblica che non le amministrazioni locali) che il tipo di meccanismi di controllo i quali che possono graduarsi da quelli di mercato puri, a quelli di tipo legale ed amministrativo.

III Sessione

Il ruolo della cartolarizzazione degli attivi pubblici

In questa ultima sessione si è discusso prevalentemente dei progetti più importanti di cartolarizzazione di attivi pubblici. In particolare, grazie agli interventi della Grecia e dell'Italia, la discussione si è concentrata sulla comprensione del ruolo delle Cartolarizzazioni, e sulle capacità di tali transazioni di aumentare l'efficienza e la profittabilità nella gestione del patrimonio dello Stato. La discussione ha consentito di chiarire alcuni aspetti tecnici delle operazioni di cartolarizzazione che, sebbene consolidati nella prassi finanziaria internazionale, appaiono a volte più oscuri se riferiti agli emittenti sovrani.

In particolare, si è distinto tra operazioni di cartolarizzazione di attivi esistenti ma non produttivi (crediti non riscossi, immobili) e cartolarizzazioni di pagamenti futuri da ricevere (c.d. "*future receivables*"). I Paesi emergenti hanno mostrato come sia importante abbinare operazioni di cartolarizzazione a processi di riforma e ristrutturazione che possono riguardare, ad esempio, il sistema bancario e finanziario.

L'Italia ha invece evidenziato come le più recenti operazioni abbiano un valore strategico nel migliorare la gestione degli attivi e nel consentire dismissioni più rapide di attivi non redditizi. In particolare, è importante tener presente che una transazione di

questo tipo non si esaurisce affatto nel momento dell'emissione delle obbligazioni, ma si dimostra efficace e di successo soprattutto nel corso dei periodi successivi, quando si realizzano le operazioni che stanno a fondamento della transazione (dismissioni, incassi, etc.).

Infine, nella discussione generale è stata sottolineata l'importanza del meccanismo operativo della transazione ed il ruolo dei soggetti che agiscono come motori delle dismissioni. L'esperienza italiana ha mostrato come, attraverso incentivi di tipo automatico (es. il "Prezzo Differito di Acquisto"), sia possibile migliorare il disegno ed il funzionamento delle operazioni di cartolarizzazione.

A conclusione del Workshop, l'Italia ha ricevuto apprezzamenti da parte dei partecipanti e del *Chairman* (Mr. Paul Malvey del US Treasury) per la discussione, la predisposizione dei materiali e l'organizzazione dell'evento nel suo insieme, che è stata curata in collaborazione con l'Ufficio I dello S.D.AA.GG. del Dipartimento del Tesoro.

Per ulteriori informazioni e richiesta di documentazione, si prega di contattare:

Gianluca Colarusso

Direzione II Dipartimento del Tesoro – MEF

gianluca.colarusso@tesoro.it

Daniela Santacroce

Direzione II Dipartimento del Tesoro – MEF

daniela.santacroce@tesoro.it