

Linee Guida
della gestione
del Debito Pubblico
Anno 2006

Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico

Anno 2006

Introduzione

Il debito pubblico italiano è costituito per il 95% da passività delle Amministrazioni Centrali, mentre la restante quota è da attribuire alle Amministrazioni Locali, che ne curano la gestione nell'ambito della loro sfera di autonomia. Circa l'82% del debito delle Amministrazioni Centrali è rappresentato da strumenti finanziari negoziabili – i titoli di Stato – ed è gestito dalla Direzione II del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'economia e delle finanze.

Il presente documento illustra le linee guida per la gestione di tale quota del debito, attuata essenzialmente mediante l'emissione di titoli di Stato.

Per quanto riguarda la base degli investitori, la dinamica osservata negli ultimi anni nella distribuzione per area geografica e categoria di detentore ha evidenziato come la platea di soggetti attratti dall'investimento in titoli di Stato italiani si sia notevolmente accresciuta: la domanda proveniente da investitori residenti all'estero è costantemente aumentata, la relativa quota di possesso è passata dal 22% nel 1997 al 50% nel 2004; la quota di titoli di Stato direttamente detenuta dalle famiglie italiane è diminuita, tra il 1997 ad oggi, dal 40% al 16%, segnalando un sempre maggiore ricorso all'investimento tramite l'intermediazione di istituzioni finanziarie.

Obiettivi generali della gestione del debito

Come noto, i criteri che ispirano la politica di emissione mirano a soddisfare le esigenze di finanziamento dello Stato perseguendo l'obiettivo di contenere il costo del debito in un orizzonte temporale di medio-lungo termine. Questa finalità viene perseguita tenendo sotto controllo il livello di esposizione a diversi tipi di rischio, quali principalmente, il rischio di interesse (nominale e reale) e di rifinanziamento.

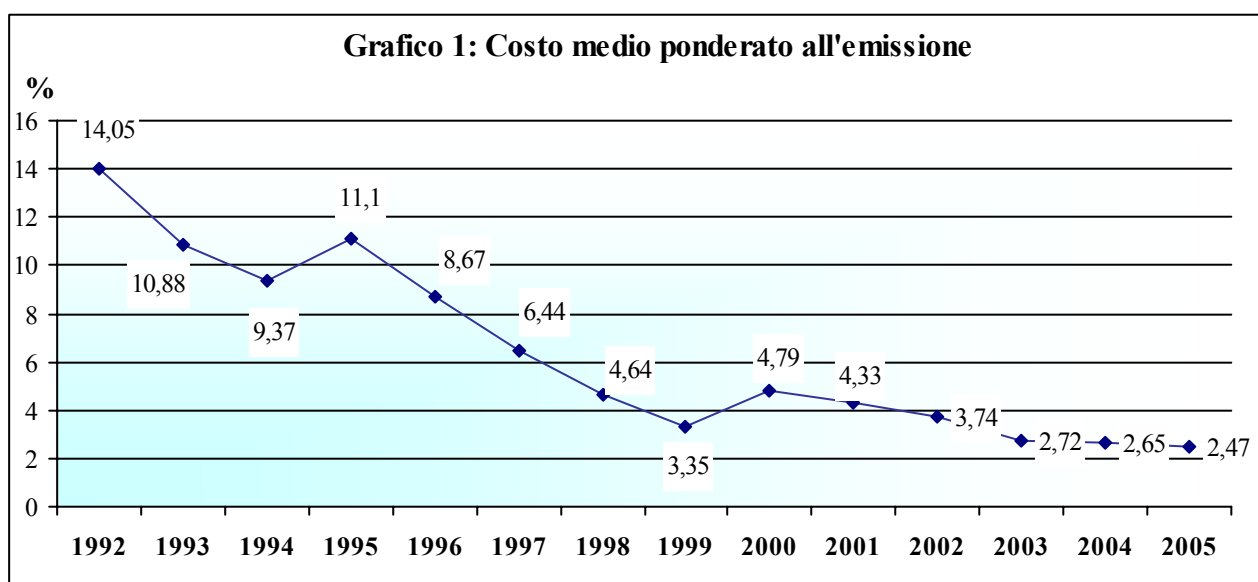
La politica di gestione del debito nel 2005

La strategia attuata nel 2005, in linea con la politica intrapresa nel corso degli ultimi anni, è stata orientata ad un'attenta gestione dei rischi sopra menzionati ed al perseguimento di una maggiore efficacia nel collocamento dei titoli di Stato, al fine di garantirne una distribuzione ancora più soddisfacente sotto il profilo della collocazione geografica e della tipologia di investitori. A questa

finalità è stata anche indirizzata la scelta degli strumenti di debito che di volta in volta sono stati offerti al mercato.

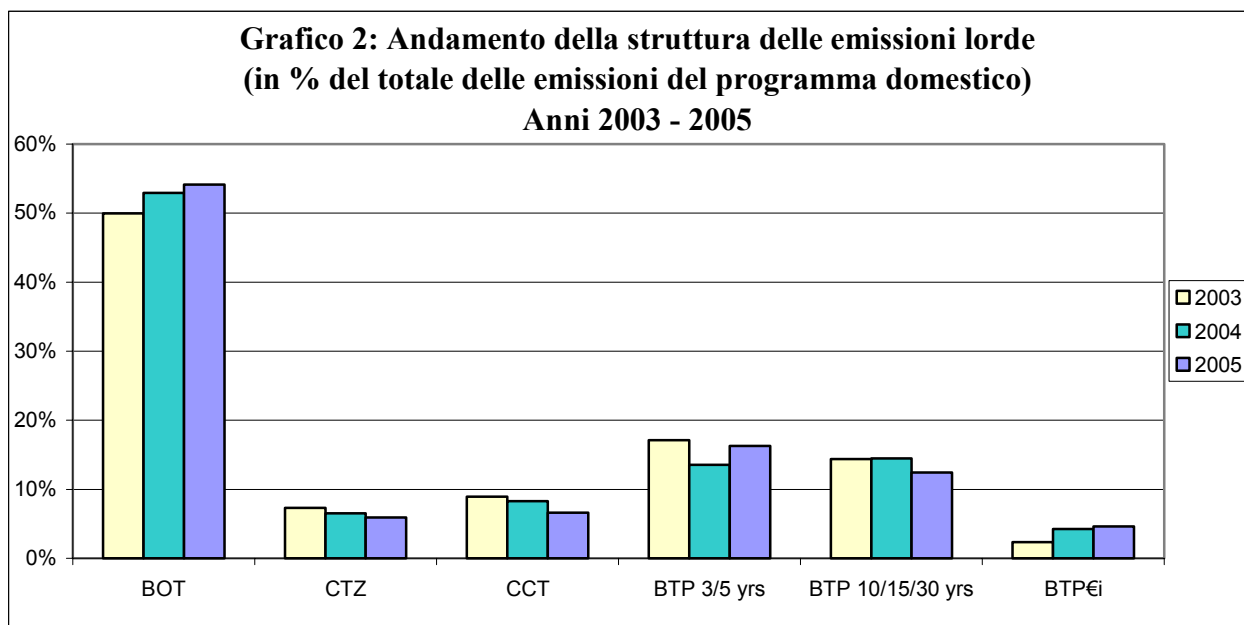
La politica di emissione ed i suoi effetti

Sfruttando il trend decrescente dei tassi di interesse, proseguito in modo continuo fino a settembre 2005, si è ottenuta una progressiva riduzione della spesa per interessi del settore Pubblica Amministrazione nel suo complesso, passata dal 5,1% del PIL nel 2004 al 4,9% nel 2005. A tale riduzione ha contribuito in maniera rilevante la componente dei titoli di Stato, il cui costo marginale all'emissione si è costantemente ridotto attestandosi al 2,47% nel 2005, a fronte di un corrispondente valore del 2,65% dell'anno precedente (si veda grafico 1).



La politica di emissione dei titoli nominali

I risultati ottenuti sul fronte della riduzione dei costi sono il frutto della strategia di emissione seguita nell'ultimo quinquennio, che ha saputo combinare le opportunità offerte dalla discesa dei tassi con una maggiore quota delle emissioni sulla parte medio-lunga della curva. In particolare, il grafico 2 evidenzia come nel corso dell'ultimo triennio la crescita delle emissioni BOT, operata per cogliere il trend dei tassi e per attuare una più efficiente gestione di cassa, sia stata accompagnata, di converso, da una graduale riduzione delle altre emissioni legate ai tassi a breve (come i CCT) o di breve durata (i CTZ) e da una sostanziale espansione delle emissioni del comparto a medio lungo termine (i BTP).



Nel 2005, tuttavia, tale politica ha subito un parziale ribilanciamento: è proseguita infatti la strategia di incremento, seppure contenuto, della quota dei BOT e di riduzione di quella di CCT e CTZ, ma anche le emissioni molto a lungo termine (BTP a 15 e 30 anni) sono state ridimensionate a fronte di un aumento delle emissioni del comparto BTP fino a 5 anni. Le emissioni di questo comparto sono infatti aumentate del 2,7% mentre quelle dei BOT sono salite di circa 1,2 punti percentuali, a fronte di una riduzione di 2,2 punti di CCT e CTZ e di circa 2 punti del comparto BTP con scadenza uguale o superiore ai 10 anni. La riduzione, rispetto al biennio 2003-2004, dei volumi emessi in tale comparto è imputabile principalmente al segmento 15-30 anni. Rispetto al 2004, infatti, in cui è stata effettuata la prima riapertura del titolo a 30 anni e lanciato il nuovo *benchmark* a 15 anni - in entrambi i casi mediante sindacato -, nel corso del 2005, con la stessa modalità di collocamento, è stato emesso un solo nuovo *benchmark* sul segmento a lungo termine della curva (il BTP 2037), nel mese di ottobre, e pertanto l'emissione di titoli a lungo termine è stata realizzata esclusivamente mediante riaperture in asta del titolo a 15 anni.

La politica di emissione dei titoli reali

Grazie all'introduzione nel settembre 2004 del sistema d'asta come meccanismo di collocamento anche di questi strumenti, nel 2005 il Tesoro ha emesso con continuità titoli legati all'inflazione europea (BTP€i) offrendo al mercato, con cadenza mensile, una o più delle tre scadenze (5, 10 e 30 anni) del programma, sulla base della domanda espressa e dalle condizioni del mercato.

Le emissioni sul comparto, per un ammontare complessivo di oltre 18 miliardi di euro, in linea con le emissioni realizzate nel 2004, sono state caratterizzate dal lancio del nuovo *benchmark* a 5 anni,

collocato mediante sindacato nel mese di gennaio e riaperto in asta nel corso dell'anno per un ammontare complessivo di circa 11,3 miliardi di euro. La liquidità al titolo *on-the-run* a 10 anni è stata garantita mediante riaperture in asta, per complessivi 4 miliardi, mentre il titolo a 30 anni è stato collocato sia mediante sindacato sia mediante asta, con riaperture di dimensioni contenute, determinate dalle caratteristiche della domanda per questo segmento della curva reale.

Con la politica di emissione del 2005, lo stock in circolazione dei BTP€i ha raggiunto quasi 48 miliardi di euro, con una base di investitori ormai ampiamente distribuita a livello internazionale, confermando il Tesoro italiano quale leader del mercato europeo di tali strumenti.

Gli effetti sulla struttura del debito

Le scelte di emissione del 2005 non hanno prodotto modifiche sostanziali nella composizione del debito per strumenti. Dai grafici che seguono (grafici 3 e 4) si può notare come tale composizione sia rimasta prevalentemente inalterata, se si fa eccezione per il ruolo crescente dei titoli indicizzati all'inflazione, la cui quota è passata dal 2,41% del dicembre 2004 al 3,82% del novembre dell'anno in corso.

Grafico 3: Composizione dei Titoli di Stato in circolazione
dati al 31 Dicembre 2004

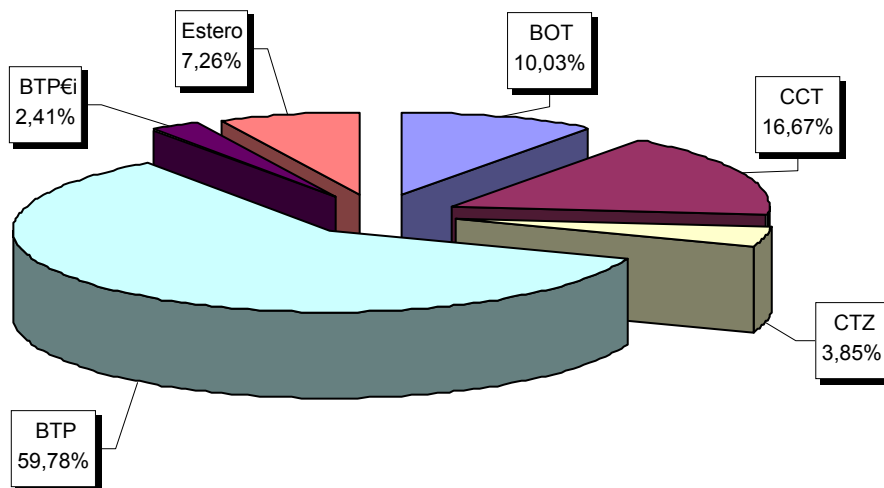
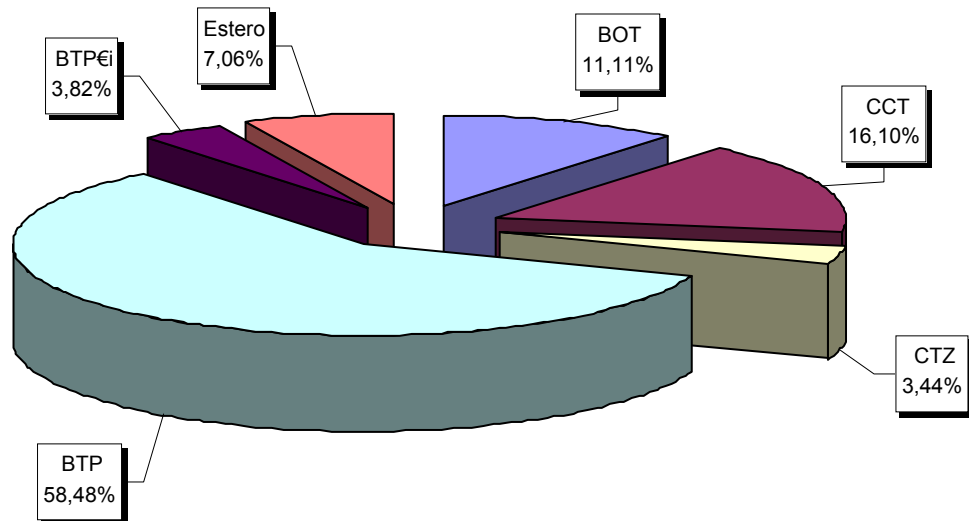


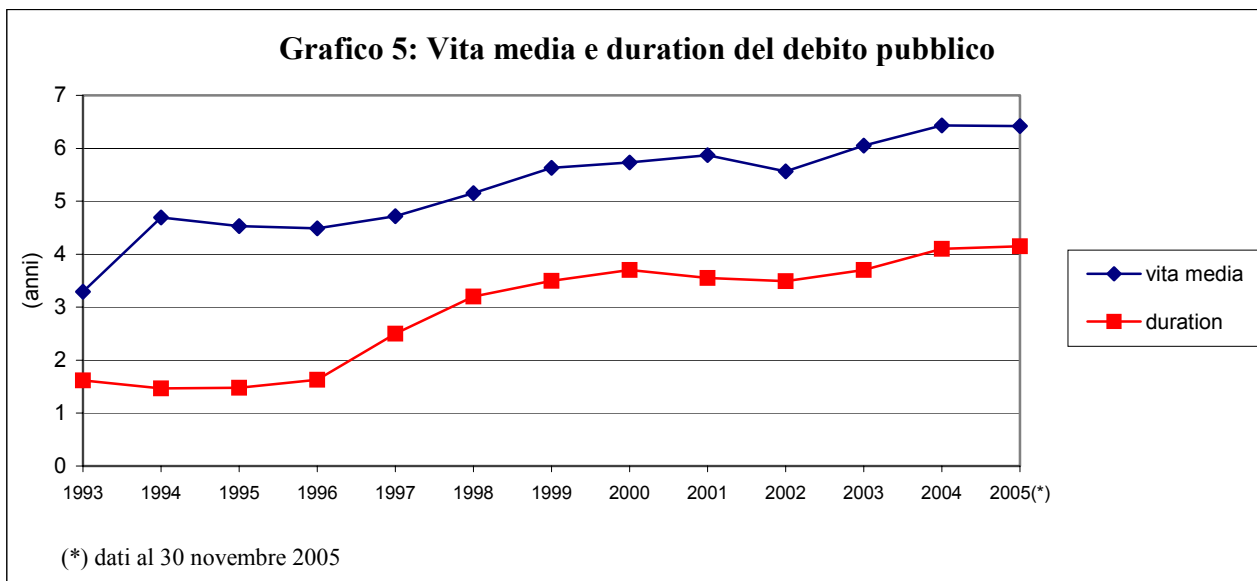
Grafico 4: Composizione dei Titoli di Stato in circolazione
dati al 30 novembre 2005



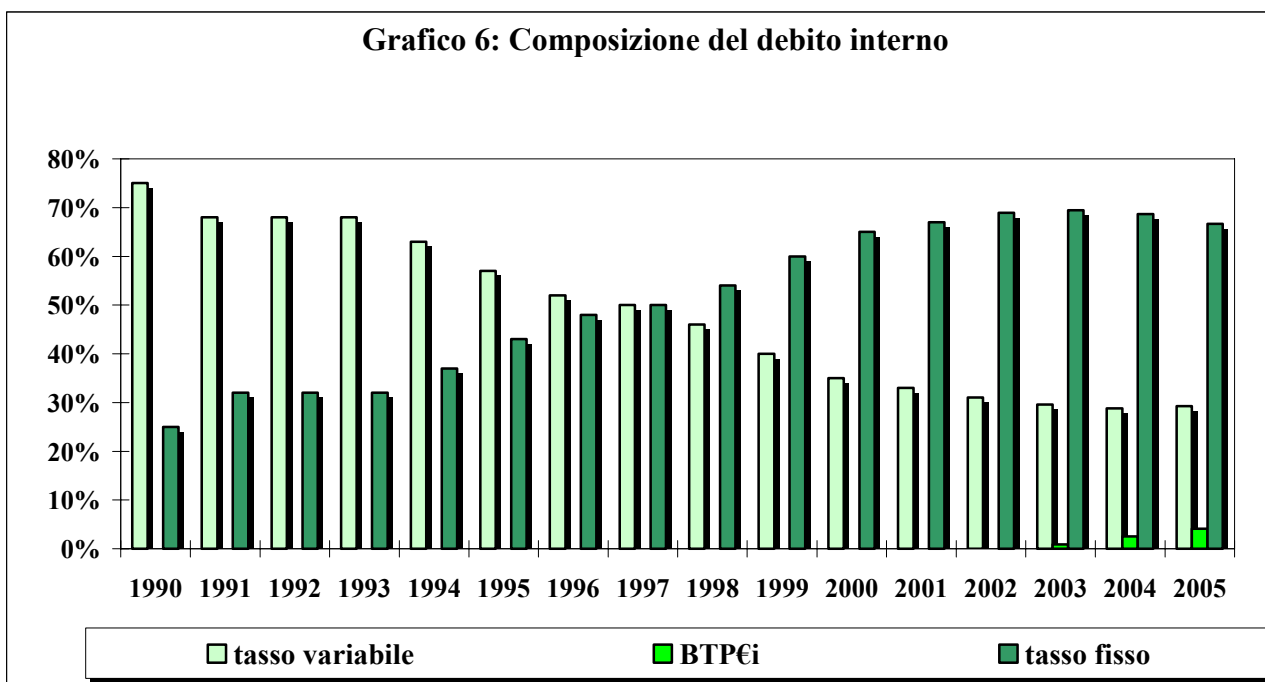
E' importante tuttavia considerare come la necessità di continuare a ridurre la sensibilità del costo dell'indebitamento alle variazioni dei tassi di interesse nominali di mercato abbia portato a conseguire un ulteriore allungamento della durata finanziaria del debito (v. grafico 5), passata da 4,06 anni di fine 2004 ai circa 4,15 anni del 30 novembre 2005. In termini di *Average Refixing Period*¹, altro indicatore di sensibilità ai tassi di interesse, si è passati da 4,98 anni (fine 2004) a 5,46 anni di fine novembre 2005. Pertanto, l'impatto sulla spesa per interessi connesso ad un aumento inatteso dei tassi di interesse² si è ulteriormente ridotto: attualmente l'incremento della spesa per interessi, in percentuale del PIL, associato ad un istantaneo spostamento verso l'alto di un punto percentuale dell'intera curva dei rendimenti sarebbe pari a allo 0,2% nel primo anno, allo 0,38% nel secondo anno, allo 0,50% nel terzo anno ed allo 0,56% nel quarto anno. L'analogo esercizio di stima effettuato un anno fa evidenziava valori leggermente più elevati.

La vita media del debito (Grafico 5) è rimasta invariata, attestandosi a fine novembre 2005 a 6,42 anni, considerato un livello ampiamente soddisfacente.

¹ L'*Average Refixing Period* misura il tempo medio in cui vengono rifissate le cedole del debito. Per i titoli zero coupon o i titoli con cedola fissa corrisponde alla vita residua dei titoli. Per i titoli con cedola variabile corrisponde al tempo rimanente alla fissazione della prossima cedola.



In una prospettiva di medio termine si può infine notare (Grafico 6) come la gestione del debito ha consentito di stabilizzare la quota di titoli a tasso fisso intorno ai 2/3 del totale del debito.



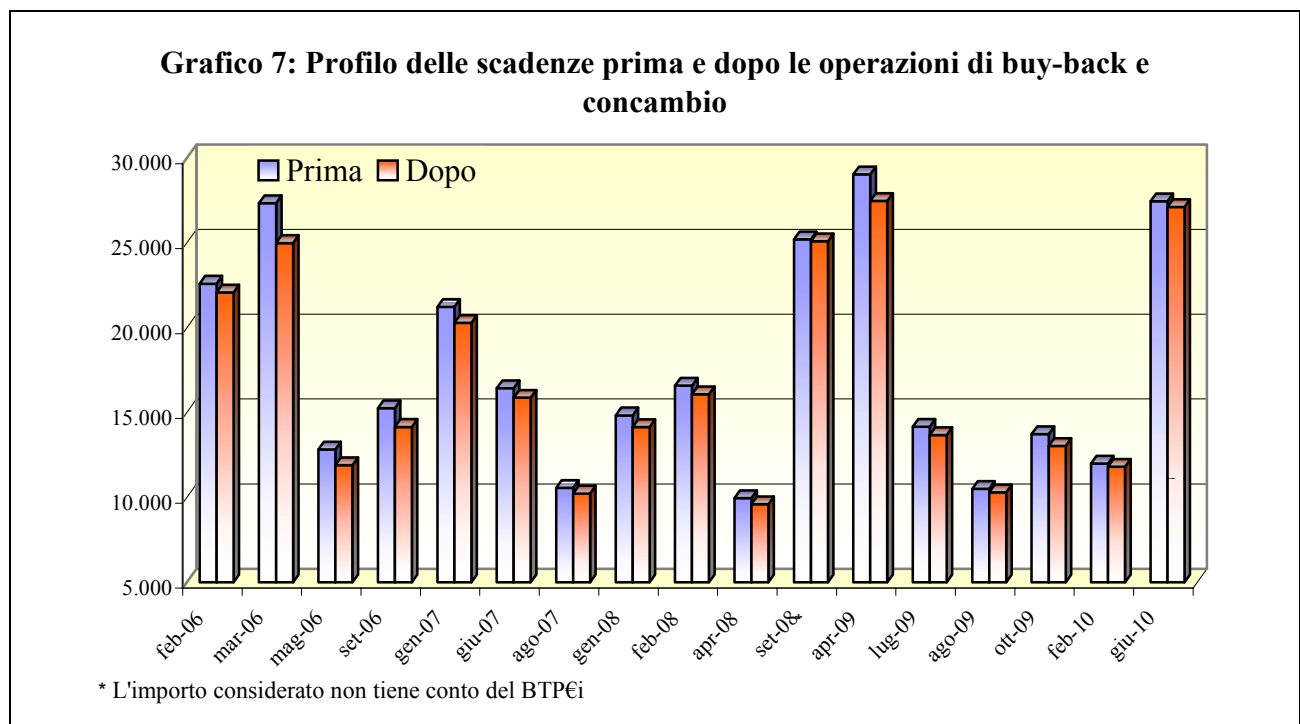
² Si ricorda che le previsioni sulla spesa per interessi contenute nei documenti ufficiali si basano sui tassi forward a parità di strategia di emissione. Tali stime, pertanto, includono già un trend crescente della struttura a termine dei tassi di interesse.

Il ruolo delle operazioni di buy-back e di concambio riservate agli Specialisti

Nel 2005 è stata confermata l'importanza delle operazioni di *buy-back* e di concambio come strumenti per la riduzione del rischio di rifinanziamento, l'ottimale gestione dei flussi di cassa e il supporto alla liquidità del mercato secondario.

L'attività di buy-back, in linea con tali obiettivi, è stata realizzata utilizzando le disponibilità del Fondo Ammortamento dei Titoli di Stato e del Conto Disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia ed ha consentito di ridurre l'ammontare di debito pubblico in circolazione. In particolare, nel corso del 2005, il Tesoro ha effettuato con successo due aste (*reverse auction*) e diverse operazioni bilaterali di buyback, riacquistando complessivamente oltre 10 miliardi di euro di capitale nominale e riducendo in questo modo la quota di titoli in scadenza negli anni dal 2006 al 2010. A ciò si è aggiunta un'operazione di concambio per circa 1,3 miliardi di euro con cui sono stati ritirati dal mercato titoli di Stato aventi scadenza naturale nel 2006 e sono stati offerti BTP con scadenza 2019.

Nel corso del 2006 tali operazioni, in stretta coerenza con la politica di emissione, saranno nuovamente orientate al controllo del rischio di rifinanziamento e come strumento complementare per la gestione della liquidità, adottando le modalità operative di volta in volta ritenute ottimali.



Le modalità di collocamento dei Titoli di Stato del programma domestico

Anche nel 2005 il sistema d'asta ha rappresentato il principale meccanismo di emissione dei titoli di stato domestici. L'asta infatti, date le sue caratteristiche, continua a essere il meccanismo più idoneo al perseguimento degli obiettivi di trasparenza e regolarità che sono alla base delle modalità con cui Tesoro accede ai mercati per il collocamento dei titoli denominati in Euro.

Il sindacato di collocamento, in linea con l'esperienza degli ultimi anni, è stato utilizzato sia per il lancio di nuovi titoli indicizzati all'inflazione dell'area Euro, sia per il lancio di nuovi *benchmark* nominali con scadenza superiore ai 10 anni. Inoltre, si è ritenuto opportuno utilizzare la forma dell'emissione sindacata anche per la riapertura del titolo a 30 anni indicizzato all'inflazione, considerata la maggiore volatilità di questo particolare segmento di mercato. I sindacati di collocamento si sono in generale rivelati efficaci in termini di *pricing*, di ampiezza della distribuzione - per tipologia di investitore e su base geografica - e di successiva performance dei titoli sul mercato secondario.

Nel 2005 la struttura del calendario delle aste non ha subito sostanziali modifiche rispetto al 2004, quando è stato portato a compimento un processo di riorganizzazione del segmento a medio termine con la riduzione ad una sola asta mensile per i CTZ e i BTP a 3 anni. Come sopra ricordato, tuttavia, il 2005 è stato il primo anno in cui il Tesoro ha offerto sistematicamente i titoli indicizzati all'inflazione attraverso la procedura d'asta. In assenza di emissioni condotte attraverso sindacati di collocamento, infatti, i titoli di questo comparto sono stati riaperti in asta con frequenza mensile scegliendo le scadenze in base alle condizioni di domanda.

Programma di emissioni per il 2006

Nel corso del 2006 la politica di gestione del debito si porrà in sostanziale continuità con quanto posto in essere negli ultimi anni. Le emissioni dei titoli di Stato saranno tese a consolidare i risultati raggiunti in termini di esposizione al rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento tenendo conto delle condizioni del mercato e delle esigenze di finanziamento dello Stato. Anche il prossimo anno, in linea con un approccio che il Tesoro segue ormai da molti anni con risultati soddisfacenti, la politica di emissione sarà volta a garantire la liquidità di tutti gli strumenti e a rafforzare la presenza del debito pubblico italiano nei portafogli internazionali, senza trascurare le esigenze degli investitori residenti, istituzionali e al dettaglio.

Programma di emissione dei titoli domestici

I titoli del debito domestico (BOT, CCT, CTZ e BTP) saranno emessi principalmente mediante asta in modo da garantire trasparenza e regolarità alle emissioni. Il calendario annuale delle emissioni dei Titoli di Stato per il 2006 è disponibile al seguente indirizzo: www.debitopubblico.it. In esso sono riportate le date di annuncio, di asta e di regolamento delle diverse tipologie di titoli. Nei programmi trimestrali di emissione che verranno emessi durante l'anno saranno annunciati i nuovi *benchmark* e le date di godimento dei nuovi titoli.

Periodicità delle aste (con riferimento alla data di collocamento)

| | Aste Metà Mese | Aste Fine mese |
|-----------------------------|---|--|
| Bot Flessibili – BOT 3 mesi | Emissione condizionata alle esigenze di cassa | |
| 6 mesi BOT | | X |
| 12 mesi BOT | X | |
| 24 mesi CTZ | | X |
| 3 anni BTP | | X |
| 5 anni BTP | X | |
| 10 anni BTP | | X |
| 15 e 30 anni BTP | I due titoli saranno offerti nell'arco del mese in relazione alla domanda espressa dal mercato | |
| 7 anni CCT | | X |
| BTP€i | | L'offerta sarà stabilita in relazione alla domanda espressa dal mercato |

I titoli nominali

BOT: L'emissione dei titoli a 12 mesi proseguirà con regolarità a metà mese, calibrando gli importi offerti in funzione della domanda, tenuto conto delle effettive esigenze di cassa. Il titolo trimestrale, come avvenuto nel 2005, sarà offerto discrezionalmente in coerenza con un'ottimale gestione della liquidità. Con lo stesso obiettivo e con ulteriore flessibilità, il Tesoro emetterà BOT con durate non standard (i cosiddetti BOT flessibili) per quantità di volta in volta coerenti con un'attiva gestione della tesoreria, realizzabile anche grazie al miglioramento nella previsione dei flussi di cassa.

Le emissioni del BOT semestrale saranno realizzate in relazione ai flussi in scadenza ed in modo tale da assicurare l'efficienza al mercato dei CCT. In tal senso, è garantita la regolarità nelle emissioni e l'adeguatezza nei volumi offerti, sia nelle aste ordinarie sia nelle riaperture riservate

agli Specialisti. L'ammontare di queste ultime verrà deciso di volta in volta in relazione ai risultati osservati in asta e alle condizioni di mercato.

CTZ: Durante il 2006 il Tesoro continuerà ad emettere lo zero coupon a 24 mesi nelle aste di fine mese. Le emissioni saranno orientate a rifinanziare i volumi in scadenza e quindi mantenere sostanzialmente inalterato lo stock attualmente in circolazione che, dopo la riduzione degli ultimi anni, è giunto ad un livello considerato adeguato. Allo strumento verrà pertanto garantito un livello di liquidità in linea con le attese degli operatori che detengono tale titolo nei propri portafogli.

CCT: Considerata l'evoluzione del mercato dei CCT durante l'ultimo anno e la composizione della base di investitori in questo strumento, sempre più rappresentata da fondi monetari e investitori istituzionali, il Tesoro continuerà a garantire liquidità ai titoli emettendo mensilmente importi il più possibile in linea con la domanda espressa dal mercato. Tenendo conto che nel 2006 scadranno CCT per un volume superiore allo scorso anno (27,7 miliardi euro circa contro i 20,3 miliardi di euro del 2005) il totale delle emissioni lorde del 2006 darà luogo ad una riduzione dello stock in circolazione al termine dell'anno.

Inoltre, rispondendo alle esigenze espresse dagli investitori, per tutti i CCT di nuova emissione sarà rivista la regola di calcolo della cedola semestrale. Per i CCT che verranno emessi con regolamento successivo al 31 dicembre 2005, pertanto, la cedola sarà determinata sommando 15 punti base al rendimento semestrale lordo del BOT a 6 mesi, emesso nell'asta che precede la data di godimento della medesima cedola, arrotondato al centesimo più vicino. Resterà invece invariato il sistema di calcolo della cedola per i CCT già in circolazione al 31 dicembre 2005.

Titoli a medio termine: Come negli anni passati per i titoli a 3, 5 e 10 anni la politica di emissione continuerà ad essere caratterizzata da un'estrema regolarità delle aste mensili.

Titoli a lungo termine: Analogamente al criterio adottato negli ultimi anni il collocamento dei titoli con scadenza superiore a 10 anni avverrà tenendo conto delle condizioni di domanda e dell'evoluzione dei mercati finanziari con riferimento alla parte lunga della curva dei rendimenti.

La flessibilità dell'offerta rimarrà il criterio principale con cui il Tesoro collocherà questi strumenti sul mercato nelle aste di metà mese. Anche nel 2006 si farà ricorso a sindacati di collocamento per assicurare rapidamente liquidità alle nuove emissioni e garantire una presenza più ampia nei portafogli degli investitori nazionali ed internazionali. L'*outstanding* finale sarà poi raggiunto attraverso le ordinarie riaperture in occasione dell'asta di metà mese.

I titoli legati all'inflazione

La presenza del Tesoro nel comparto dei titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (ex-tobacco), in continuità con quanto realizzato negli scorsi due anni, rappresenterà un aspetto strategico della politica di emissione del 2006. Con frequenza mensile, sia mediante collocamenti sindacati - preferibilmente utilizzati per il lancio dei nuovi titoli - sia mediante asta, il Tesoro garantirà liquidità all'intera curva dei rendimenti reali sulla base delle condizioni del mercato e in modo da consolidare la loro presenza all'interno dello stock del debito.

Nei mesi in cui essi verranno offerti via asta, così come effettuato nel 2005, il collocamento si terrà nella seconda metà del mese, il giorno lavorativo precedente l'asta di medio lungo termine. Il Tesoro darà comunicazione dei titoli in emissione e dei quantitativi massimi che saranno offerti, quattro giorni lavorativi prima dell'asta, ovvero con il primo comunicato dell'asta di fine mese dei titoli a medio-lungo termine.

Programma di emissione in valuta estera

La Repubblica italiana ha stabilito da lungo tempo una presenza significativa sui mercati internazionali dei capitali. Il programma di valuta è strumentale al mantenimento di quest'obiettivo al fine di contenere il costo complessivo della provvista ed il rischio connesso al rifinanziamento del debito. Con il complesso dell'attività di emissione sul mercato internazionale il Tesoro mira a raggiungere una platea di investitori sempre più estesa, proseguendo il proprio programma di relazioni con gli investitori internazionali, volto a migliorare la conoscenza della Repubblica Italiana quale emittente sovrano presente sui mercati che esprimono una domanda significativa.

Nel corso del 2006, la Repubblica accederà ai mercati esteri con le seguenti modalità:

1. Programma *global benchmark* in dollari.

La Repubblica continuerà ad essere presente sul mercato del dollaro americano, garantendo la liquidità sui titoli emessi: pertanto tutti i titoli emessi nell'ambito del programma avranno scadenza e ammontare *benchmark*. I Dealer del programma continueranno ad essere: BNP Paribas, Citigroup, CSFB, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley e UBS.

2. Attività di emissione sugli altri mercati.

La Repubblica valuterà la possibilità di emettere titoli in altri mercati internazionali sulla base della domanda degli investitori e del costo opportunità. L'attività di emissione nelle valute diverse dal

dollaro viene abitualmente svolta nell'ambito del programma MTN ed occasionalmente nel formato *Global*. Queste operazioni di finanziamento sono caratterizzate da un approccio più flessibile e ricomprendono numerose valute, incluse transazioni in eurodollari in formato non *benchmark*.

3. Commercial Paper

Il ricorso allo strumento della carta commerciale, effettuato sia sull'euromercato che sul mercato USCP, ha sempre rappresentato un utile complemento alla politica di *cash management* del programma BOT, grazie all'estrema flessibilità che è possibile conseguire con questo strumento di debito, sia in termini di quantitativi che di scadenze.

Nel 2006, il Tesoro intende continuare ad avvalersi delle caratteristiche di flessibilità e di diversificazione offerte da questo canale di finanziamento.