

Linee guida della gestione del
debito pubblico



Anno 2007

Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico

Anno 2007

Introduzione

Il debito complessivo delle Pubbliche Amministrazioni italiane alla fine del 2005 è risultato pari al 106,6 per cento del PIL¹. Com'è noto questa grandezza è un aggregato che tiene conto sia delle passività delle Amministrazioni Centrali, che al 30 settembre 2006 risultavano pari circa al 94% del totale, che di quelle emesse dalle Amministrazioni Locali nell'ambito della loro sfera di autonomia. Il debito delle Amministrazioni Centrali è costituito a sua volta per circa l'85% da titoli di Stato, strumenti finanziari per loro natura negoziabili, di cui la Direzione II del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia e delle Finanze è responsabile per la politica di emissione e gestione.

Il presente documento illustra le linee guida che saranno alla base delle scelte del Tesoro per il 2007, con riferimento alla politica di emissione e collocamento sul mercato dei titoli di Stato.

Le scelte di emissione e collocamento per il 2007 si iscrivono all'interno di una strategia più generale di gestione del debito di medio-lungo termine, mirante al contenimento del costo di finanziamento e al controllo del livello di esposizione ai rischi finanziari. In particolare, nel 2007 le emissioni di titoli di Stato verranno calibrate in modo da soddisfare le esigenze di finanziamento del Settore Statale in una prospettiva che nel medio termine consenta di ridurre ulteriormente l'esposizione al rischio di interesse (nominale e reale) e al rischio di rifinanziamento, contenendo al contempo la dinamica della spesa per interessi in rapporto al PIL.

1. La politica di gestione del debito nel 2006

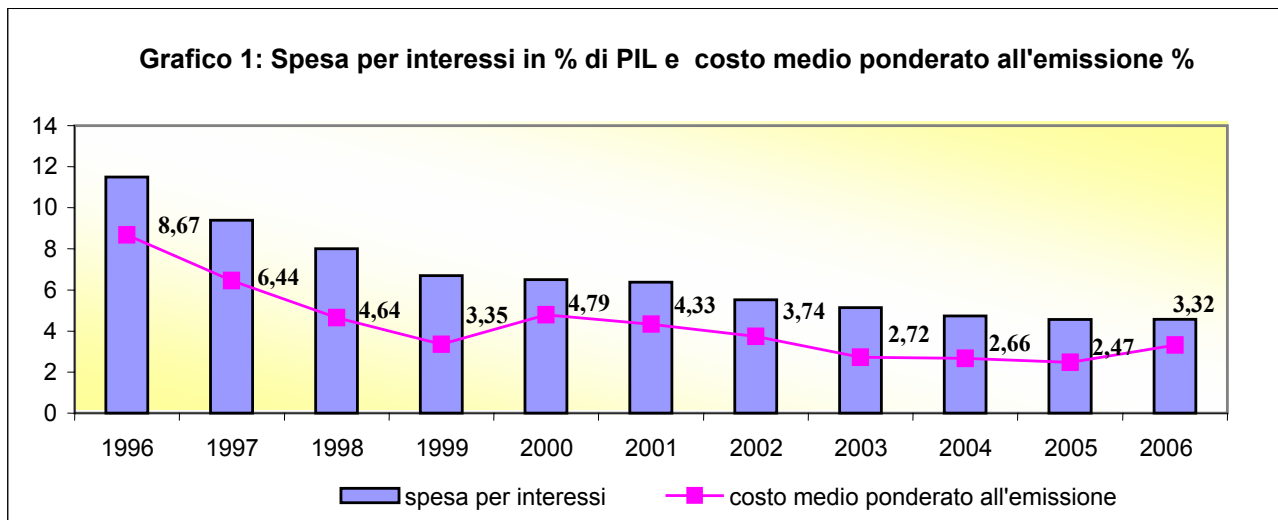
I risultati raggiunti

Le scelte di gestione del debito nel 2006, in linea con gli obiettivi delineati ad inizio anno, hanno consentito al Tesoro di conseguire una sostanziale stabilizzazione del costo del debito in un contesto di progressivo consolidamento dei risultati raggiunti in termini di esposizione ai rischi finanziari.

Nonostante nel corso del 2006 si sia interrotto il trend decrescente dei tassi di interesse di mercato che aveva caratterizzato gli ultimi anni, la politica di emissione ha consentito di stabilizzare la spesa per interessi complessiva del settore Pubblica Amministrazione in rapporto al PIL lasciandola sostanzialmente invariata rispetto al 2005 intorno al 4,6%. Il rialzo dei tassi di interesse ha

¹ La definizione qui adottata è quella della Procedura Deficit Eccessivi (EDP) in base alla quale le autorità italiane notificano alla Commissione Europea i dati sul debito ed il deficit delle Pubbliche Amministrazioni

comunque avuto un effetto sul costo marginale all'emissione dei titoli di Stato che è cresciuto rispetto al 2005, attestandosi al 3,32% contro il 2,47% dell'anno passato (vedi Grafico 1).

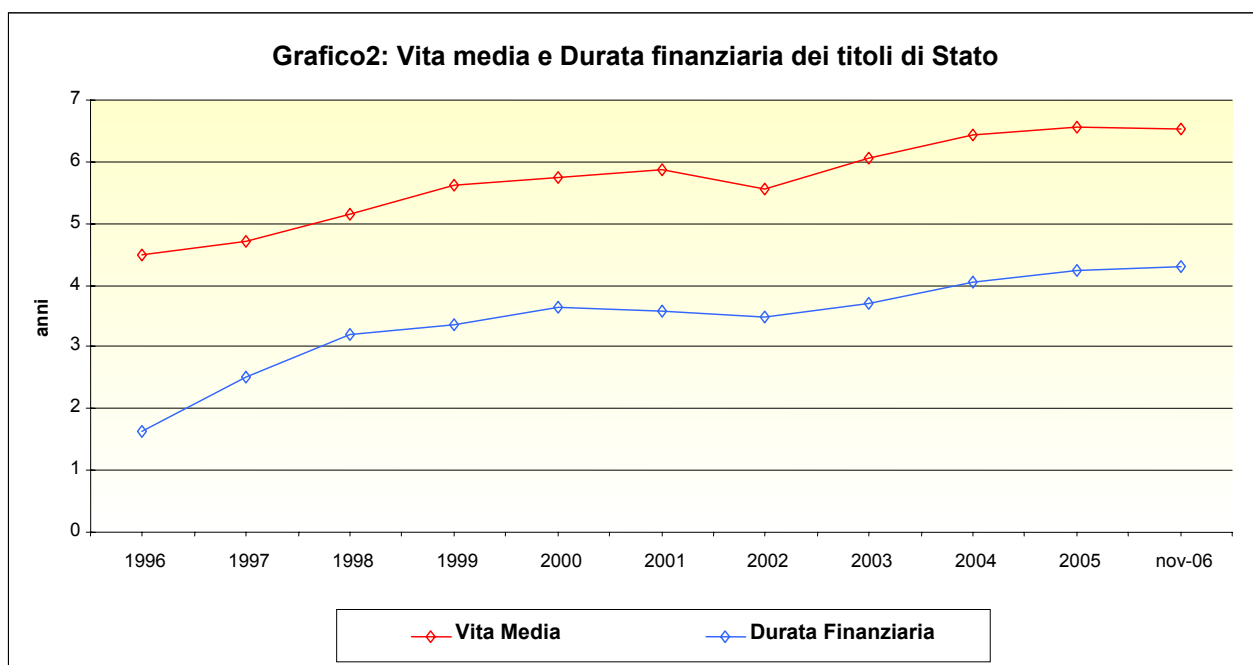


Nel 2006, tuttavia, la politica di emissione è stata decisamente condizionata dal miglioramento del fabbisogno del settore statale, che a partire dal mese di giugno è risultato straordinariamente inferiore alle aspettative, grazie soprattutto al favorevole andamento delle entrate tributarie. Il minor fabbisogno ha determinato una significativa riduzione delle emissioni nel secondo semestre dell'anno, che ha riguardato, oltre a tutti gli strumenti normalmente utilizzati per fronteggiare squilibri temporanei cassa, anche i titoli soggetti ad una maggiore discrezionalità da parte del Tesoro, quali i titoli indicizzati all'inflazione europea e i BTP nominali con scadenza superiore ai 10 anni.

Questo fenomeno ha influito sulle variabili che consentono di effettuare una misura di primo livello dell'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento. Se si guarda infatti alla durata finanziaria del debito espresso in titoli di Stato al 30 novembre 2006, pari circa a 4,29 anni, si registra una sua sostanziale stabilizzazione sul livello del 2005 (4,25 anni) (Grafico 2). Analoga è stata la performance dell'*Average Refixing Period*² che al 30 novembre 2006, relativamente ai titoli di Stato del programma domestico, era in linea con il livello raggiunto a fine 2005, ossia 5,51 anni. Anche la vita media del debito (Grafico 2) è rimasta invariata, attestandosi a fine novembre 2006 a 6,52 anni, un livello lievemente inferiore a quello di fine 2005 (6,56 anni), ma con una stima per fine anno in lieve crescita.

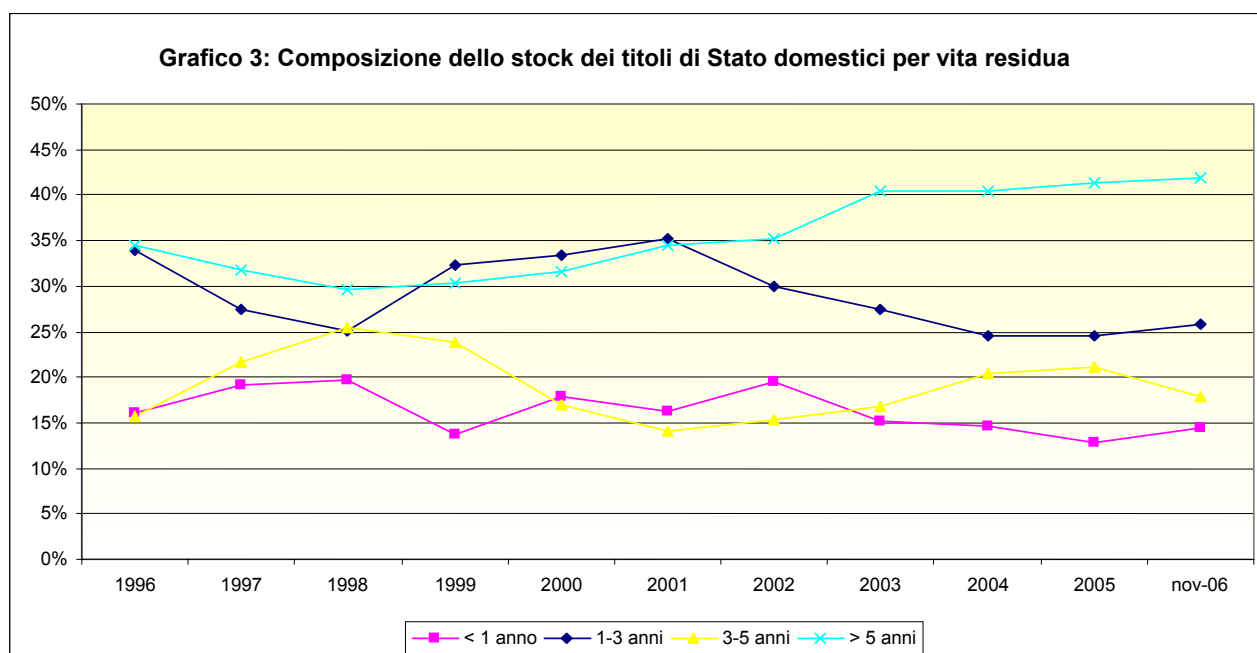
² L'*Average Refixing Period* (ARP) misura il tempo medio in cui vengono rifissate le cedole del debito. Per i titoli zero coupon o i titoli con cedola fissa corrisponde alla vita residua dei titoli. Per i titoli con cedola variabile corrisponde al tempo rimanente alla fissazione della prossima cedola.

Un'analisi del rischio di interesse condotta quantificando l'impatto sulla spesa per interessi connesso ad un aumento inatteso dei tassi di interesse³ consente tuttavia di verificare come l'effettiva esposizione del debito al rischio di tasso continui a ridursi: come indicato nell'Aggiornamento del Programma di Stabilità del dicembre 2006 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 0,19% nel primo anno, allo 0,35% nel secondo anno, allo 0,44% nel terzo anno ed allo 0,51% nel quarto anno. Un confronto con i dati elaborati lo scorso anno permette di apprezzare una riduzione non trascurabile della sensitività della spesa per interessi ai tassi, soprattutto nel medio periodo.



Un'analisi più approfondita del rischio di rifinanziamento consente anche di apprezzare come l'evoluzione della struttura del debito per vita residua al 30 novembre 2006 (Grafico 3), rispetto al termine dello scorso anno, veda un ulteriore incremento della quota del debito con una scadenza residua superiore ai 5 anni.

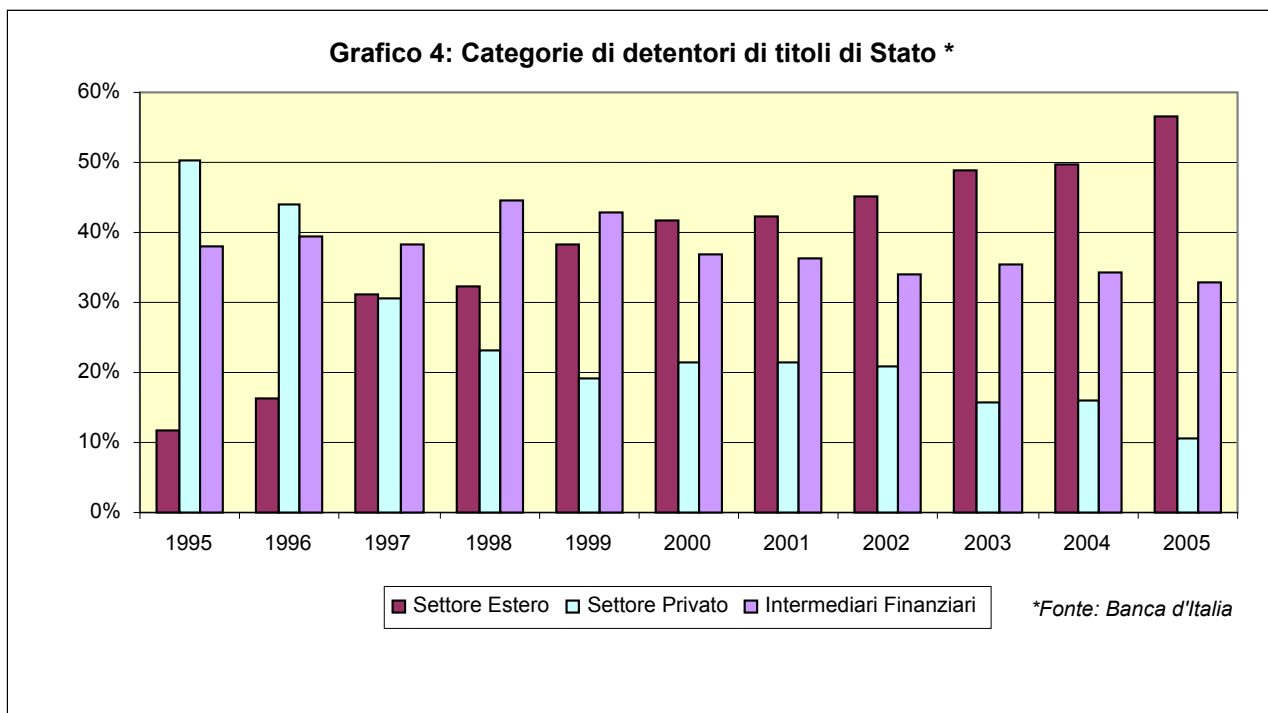
³ Si ricorda che le previsioni sulla spesa per interessi contenute nei documenti ufficiali si basano sui tassi *forward* a parità di strategia di emissione. Tali stime, pertanto, includono già un trend crescente della struttura a termine dei tassi di interesse



In continuità con un indirizzo seguito costantemente negli scorsi anni, anche nel 2006 la selezione degli strumenti di debito di volta in volta offerti al mercato e le relative procedure di collocamento sono state finalizzate all'obiettivo di garantirne una penetrazione ancora più diffusa nei portafogli degli investitori internazionali, con una presenza presso un numero sempre più ampio e diversificato di tipologie di investitori.

In questo senso, le politiche di gestione del debito si sono poste in forte continuità con quelle dell'anno passato che avevano già consentito un notevole allargamento della quota di detentori non residenti, passata dal 50% in media alla fine del 2004 al 56% del 2005, e un ruolo crescente del risparmio intermediato, con la quota detenuta direttamente dalle famiglie e dalle imprese non finanziarie che è scesa dal 16% di fine 2004 all'11% di fine 2005. Dai primi dati raccolti dagli operatori Specialisti in titoli di Stato⁴ emerge come, tra gli investitori non residenti, la quota detenuta al di fuori dell'Europa, in particolare nell'area asiatica, sia andata progressivamente crescendo. In queste condizioni il debito italiano sembra essere sempre meno vulnerabile rispetto a shock finanziari locali o relative a singole tipologie di investitori.

⁴ Gli *Specialisti in titoli di Stato* sono Operatori Principali attivi sui Mercati Regolamentati all'ingrosso dei titoli di Stato selezionati dal Dipartimento del Tesoro – Direzione II, ai sensi del Decreto Ministeriale n. 219 del 13 maggio 1999, al fine di garantire un elevato livello di efficienza e trasparenza al mercato regolamentato all'ingrosso dei titoli di Stato italiani. Attualmente 23 banche appartengono all'Elenco degli Specialisti in titoli di Stato: ABN Amro Bank N.V., Banca Caboto S.p.A., Banca d'Intermediazione Mobiliare - Imi S.p.A., BNP Paribas, Barclays Bank PLC, Calyon, Capitalia S.p.A., Citigroup Global Markets, Credit Suisse Europe Securities Limited, Deutsche Bank A.G., Dresdner Bank A.G., Goldman Sachs International, HSBC CCF, ING Bank N.V., JP Morgan Securities Ltd, Lehman Brothers International, Merrill Lynch International, Morgan Stanley & Co. International Limited, MPS Finance, Nomura International PLC, Société Générale, UBS Limited e Unicredit Banca Mobiliare S.p.A.



La politica di emissione dei titoli nominali

I risultati ottenuti in termini di stabilizzazione della quota della spesa per interessi sul PIL si devono innanzitutto alla politica di emissione seguita sugli strumenti nominali, che ha tenuto conto non solo dell'evoluzione del livello assoluto dei tassi ma anche della forma della curva dei rendimenti.

a) i BOT

Le emissioni dei BOT nel 2006 sono state lievemente inferiori rispetto al 2005 e i volumi in scadenza non sono stati interamente rifinanziati. In percentuale del totale delle emissioni la quota BOT è tuttavia lievemente cresciuta, anche a causa della regolarità di emissione seguita sulla scadenze a 6 e 12 mesi che invece, grazie al miglioramento del fabbisogno, è stata allentata per alcune emissioni più a lungo termine e per i titoli indicizzati all'inflazione. I collocamenti a 3 mesi e dei mini-BOT sono stati effettuati principalmente per soddisfare esigenze di cassa temporanee. Nella seconda metà dell'anno, infatti, si è ricorsi ad una sola emissione del 3 mesi contro le cinque della prima metà. Analogamente il mini BOT è stato emesso tre volte nel primo semestre e in nessuna circostanza nel secondo.

b) i CCT

Se le emissioni BOT sono rimaste sostanzialmente in linea con quelle dello scorso anno, le emissioni dei CCT sono invece state ridotte coerentemente con quanto annunciato nelle linee guida della gestione del debito dello scorso anno. Il valore complessivamente emesso è risultato inferiore sia alle emissioni del 2005 che alle scadenze del 2006: la quota di CCT sul totale delle emissioni è scesa di circa un punto percentuale (vedi Grafico 5), mentre non sono stati rinnovati titoli in scadenza per circa il 16%. Questa politica, condotta mediante una riduzione dei volumi mediamente offerti nelle aste di fine mese, è stata finalizzata non solo a ridimensionare ulteriormente l'esposizione del debito al rischio di tasso, ma anche ad agevolare condizioni di maggiore efficienza e liquidità sul mercato secondario, tendendo conto dell'evoluzione della domanda per questo prodotto da parte degli investitori istituzionali, in particolar modo i fondi monetari. Ad oggi i risultati appaiono soddisfacenti: aste con importi limitati, ma continue, in un contesto di mercato caratterizzato da un ciclo di politica monetaria restrittiva e da un rinnovato interesse da parte di investitori non residenti, hanno assicurato la buona performance del comparto, sia in assoluto che in termini relativi rispetto ai titoli di analoga scadenza a tasso fisso.

b) i CTZ

Per assecondare le condizioni di buona domanda che si sono avute durante l'anno, le emissioni di CTZ, condotte attraverso aste mensili continue, sono state superiori alle scadenze. Dal grafico 5 si evince come la quota dei CTZ sul totale delle emissioni sia lievemente aumentata e sia stata portata ai livelli del 2004, sebbene la sua rilevanza all'interno del debito complessivo sia comunque scesa. Gli importi collocati hanno garantito livelli di liquidità in linea con le aspettative degli operatori che detengono tale strumento in portafoglio.

c) i BTP nominali

Su tutto il comparto BTP a medio termine (3, 5 e 10 anni) il Tesoro si è allineato sui volumi emessi lo scorso anno, sia in termini assoluti che in termini relativi sul totale delle emissioni 2006 (Grafico 5). La regolarità delle aste, abbinata ad una modulazione dei volumi emessi in linea con le esigenze espresse dal mercato, ha fortemente aiutato a conseguire questi risultati.

Sul fronte dei BTP a lunga scadenza (15 e 30 anni), la crescita della loro quota per uno 0,92% sull'anno precedente (vedi grafico 5) è da considerarsi significativa, se si tiene conto che dopo il mese di luglio il Tesoro non ha più effettuato aste di questi strumenti, grazie al miglioramento del

fabbisogno. Confrontando infatti il primo semestre 2006 con l'equivalente del 2005 si nota come le emissioni in questo comparto siano più che raddoppiate: le condizioni di mercato, caratterizzate da una curva dei rendimenti particolarmente piatta, sono quindi state sfruttate significativamente per ottenere una riduzione dei rischi finanziari ad un costo relativo particolarmente basso. Proprio il BTP a 15 anni è stato oggetto dell'unica emissione sindacata che ha riguardato i titoli nominali nel corso del 2006.

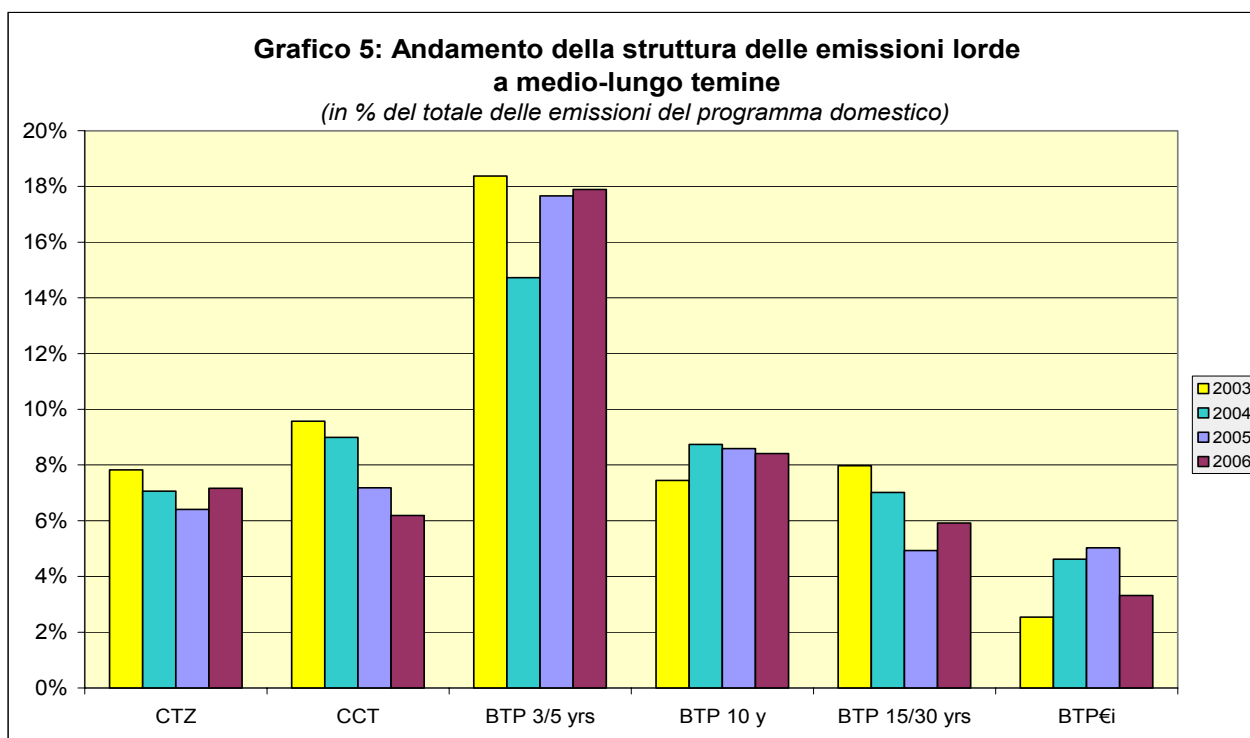
Grazie a questa politica, il Tesoro ha conseguito un incremento della quota del debito con scadenza superiore a 5 anni (Grafico 3), con notevoli benefici in termini di gestione del rischio di rifinanziamento.

d) i BTP€i

Come per gli altri comparti, la flessione dell'1,57% rispetto al 2005 nelle emissioni dei BTP indicizzati all'inflazione europea (con esclusione dei prodotti a base di tabacco), si deve prevalentemente alla rilevante liquidità accumulata sul conto disponibilità durante la seconda metà dell'anno. Di rilievo è stata l'emissione sindacata che ha riguardato il nuovo BTP decennale: a giugno è stato lanciato un BTP€i con scadenza 15 settembre 2017, che il mercato ha accolto in modo molto favorevole, spingendo il Tesoro ad un'immediata riapertura tramite asta il mese successivo a quello di lancio.

Il Tesoro ha comunque mantenuto il proprio impegno a garantire liquidità a tali strumenti, che da settembre 2004 vengono emessi sia tramite asta sia tramite sindacato di collocamento, sulla base della domanda espressa e delle condizioni del mercato. Oltre alla citata emissione sindacata, il Tesoro ha infatti offerto in sette aste mensili una o più delle tre scadenze (a 5, 10 e 30 anni) del programma in funzione del gradimento espresso dal mercato e della convenienza per l'emittente.

Con le emissioni del 2006, l'Italia ha acquisito in questo comparto una posizione di leadership a livello europeo: il volume in circolazione dei BTP€i è ormai superiore a quello di qualsiasi altro stato sovrano che emette strumenti indicizzati al medesimo parametro.



Le modalità di collocamento dei Titoli di Stato del programma domestico

Nel 2006 l'asta è stato lo strumento più utilizzato per il collocamento dei titoli domestici, mentre il ricorso ad emissioni sindacate si è avuto nelle due circostanze sopra richiamate. Per le sue caratteristiche di trasparenza ed efficienza, l'asta si conferma quindi quale meccanismo fondamentale per il perseguimento degli obiettivi della gestione del debito

Nell'ultimo anno, come accennato, si è ulteriormente consolidato il ruolo di tale procedura anche per le emissioni dei titoli indicizzati all'inflazione. Il significativo sviluppo del mercato secondario di questi prodotti nell'area europea, con le conseguenze che ne derivano in termini di contenuto informativo delle quotazioni e degli scambi, ha reso possibile un uso sempre più efficiente dello strumento d'asta.

Nel 2006 la struttura del calendario delle aste è rimasta inalterata rispetto al 2005. L'attuale configurazione sembra ormai rispondere in modo adeguato sia alle esigenze degli operatori che dell'emittente.

La politica di emissioni dei titoli in valuta estera

Oltre all'attività di finanziamento sul mercato domestico il Tesoro italiano ha tradizionalmente operato sulle principali valute internazionali (USD, JPY, GBP, CHF) e occasionalmente su valute minori. Attualmente il Tesoro è uno degli emittenti sovrani più attivi sui mercati internazionali dei capitali ed è l'unico, tra i paesi G7, ad avere un programma stabile di finanziamento in valuta estera.

Il programma *Global* è il principale canale di accesso ai mercati internazionali e si concentra prevalentemente sull'operatività in dollari USA. Il *Programma di Emissione Globale in Dollari* è stato formalmente istituito nel 2001 mediante un accordo con 10 primarie banche internazionali⁵ – esteso dal 2007 a 12⁶ – che prevede l'impegno a quotare i titoli emessi nel programma sui *trading desk* dedicati alle Agenzie statunitensi, allo scopo di garantirne la massima liquidità.

Tabella 1: Titoli in circolazione in dollari USA e spread all'emissione

Scadenza	Coupon (%)	Nozionale (US\$ mld)	Spread su UST all'emissione (bps)	Spread su US\$ L all'emissione (bps)	Spread su UST fine Nov. (bps)	Spread su US\$ L fine Nov. (bps)
14-Sep-07	3.625	3.0	+45	-	-12	-14.6
14-Dec-07	3.750	2.0	+60	-8.5	-12	-15.7
06-May-08	3.250	1.3	+30	-	30	-10.7
29-May-08	6.000	2.5	+33	-	28	-11.5
16-Jun-08	4.000	3.0	+34	-13.0	29	-10.5
15-Jul-08	2.500	2.0	+23	-	27,5	-9.8
15-May-09	3.250	2.0	+37	-8.0	25	-14.2
22-Feb-11	6.000	2.0	+92	-	39	-5.0
15-Jun-12	5.625	4.0	+60	-	40	-6.0
15-Jun-13	4.375	2.0	+51	-	35	-11.6
21-Jan-15	4.500	4.0	+37	-3.0	33	-15.3
25-Jan-16	4.750	2.0	+52	2.0	43	-7.2
20-Sep-16	5.250	3.0	+49,5	-2.0	48	-3.7
27-Sep-23	6.875	3.5	+80	-	67	16.0
15-Jun-33	5.375	2.0	+63	-	66	11,1

Più specificamente, con il programma di indebitamento in dollari USA il Tesoro si è proposto di raggiungere due obiettivi primari:

- diversificare la base di investitori nei titoli pubblici italiani;
- contribuire, attraverso una politica di emissione più articolata, al contenimento del costo e del rischio di rifinanziamento per la Repubblica.

Sino ad oggi il programma ha permesso di raccogliere mediamente tra i 5 e i 10 miliardi di dollari ogni anno. Gli ammontari emessi hanno contribuito ad alleviare la pressione sulle aste dei titoli domestici ed hanno garantito un costo di finanziamento più contenuto o in linea rispetto ai livelli del debito domestico. La curva del credito della Repubblica è stata completamente sviluppata dai 3 ai 30 anni, assicurando massima visibilità internazionale e buon ritorno d'immagine per la Repubblica. Nel corso del 2006 sono stati emessi 2 titoli *benchmark* in dollari, per un nozionale complessivo di 5 miliardi. In particolare il 18 gennaio è stato emesso un *bond* con nozionale 2 miliardi, scadenza 25

⁵ Attualmente BNP Paribas, Citigroup, CSFB, Deutsche Bank, Goldman Sachs, JP Morgan Chase, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley and UBS Investment Bank.

⁶ A partire dal 2007 si aggiungeranno Barclays e HSBC.

gennaio 2016 e cedola del 4,75%; il 13 settembre 2006 è stata effettuata un'emissione da 3 miliardi, con scadenza 20 settembre 2016 e cedola del 5.25%.

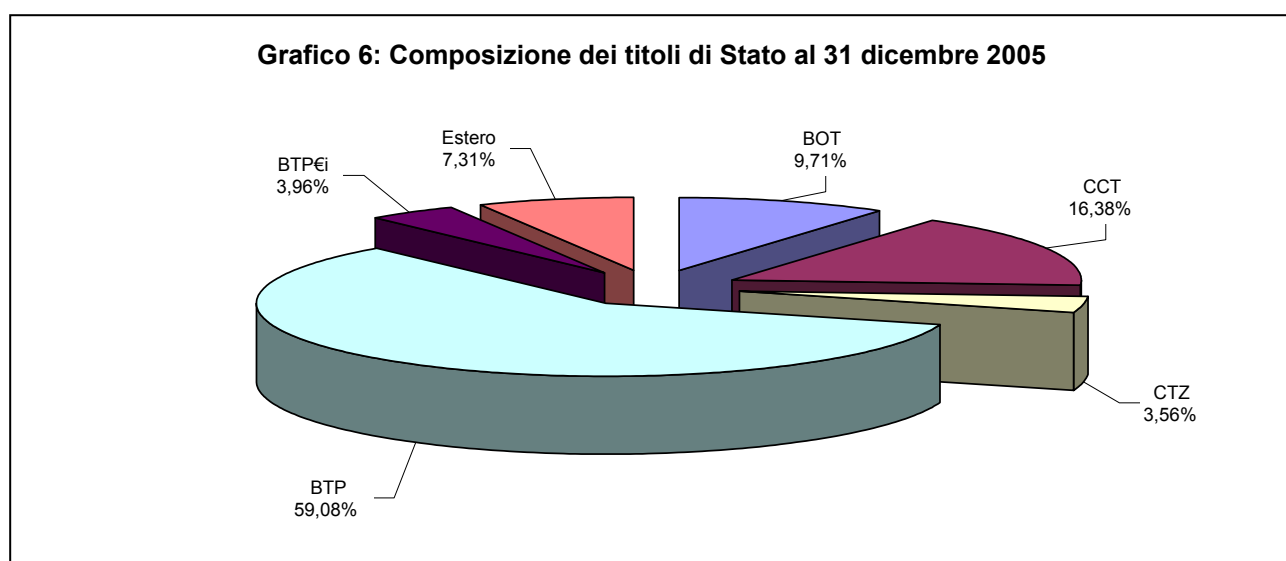
La riduzione rispetto agli ammontari emessi mediamente nel corso degli anni precedenti è da imputare essenzialmente a due ragioni: l'andamento negativo del *basis swap* e la favorevole situazione di cassa, che ha spinto a ridurre significativamente le emissioni nella seconda parte dell'anno.

Il successo delle operazioni è stato confermato anche dalla positiva performance dei bond sul mercato secondario.

A completamento della tradizionale attività di emissione del Tesoro, nel corso del 2006 si sono presentate sui mercati internazionali interessanti opportunità di piazzamenti privati, effettuati ad arbitraggio rispetto alla corrispondente scadenza rilevata sulla curva dei BTP e in risposta a specifiche esigenze di portafoglio degli investitori. L'ammontare complessivo dei piazzamenti privati effettuati nel corso del 2006 è stato pari a circa 2,8 miliardi di euro

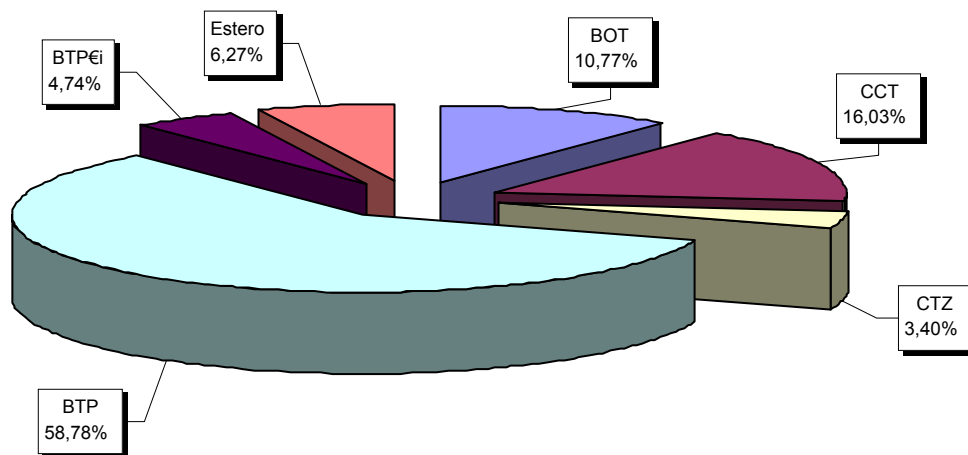
Gli effetti sulla struttura del debito per strumenti

Le scelte di emissione del 2006 non hanno prodotto modifiche sostanziali nella composizione del debito per strumenti. Dai grafici che seguono (grafici 6 e 7) si può notare come tale composizione sia rimasta prevalentemente inalterata, se si fa eccezione – come negli anni precedenti – per il ruolo crescente dei titoli indicizzati all'inflazione, la cui quota è passata dal 3,96% del dicembre 2005 al 4,74% del novembre dell'anno in corso. Lievemente in discesa appare la quota dei CCT e delle passività in valuta⁷.



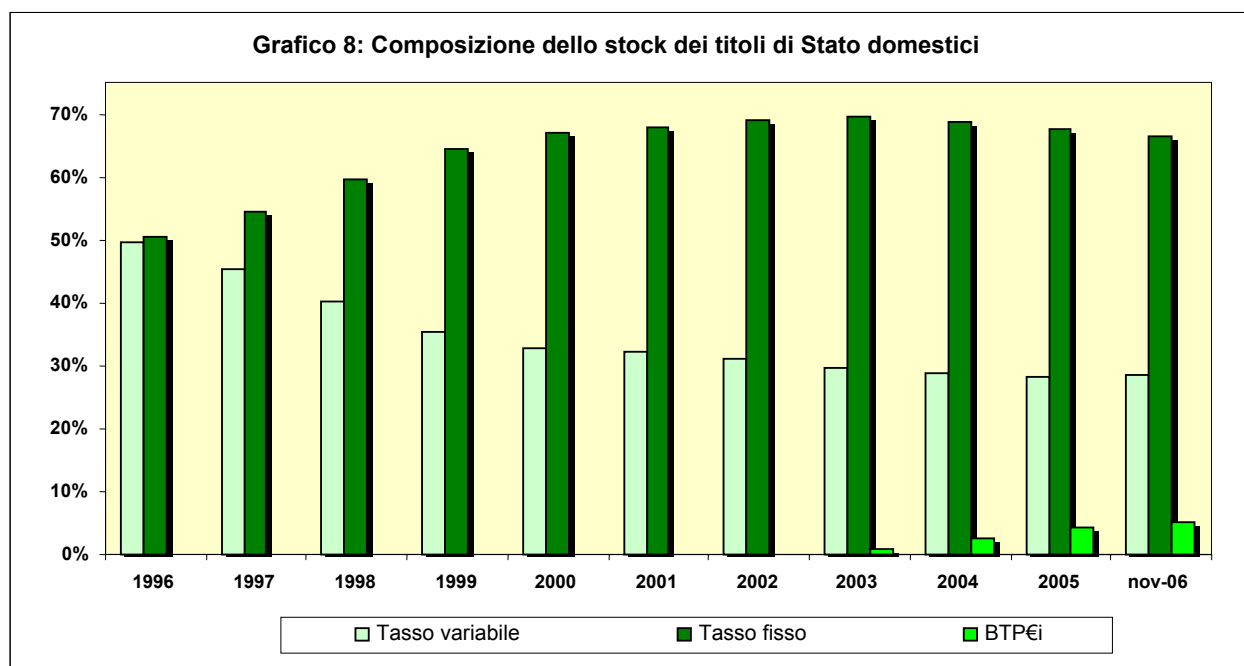
⁷ Si tenga conto come nel mese di dicembre arrivano a scadenza circa 13,4 miliardi di euro di CCT e 4,2 miliardi di passività in valuta. E' ragionevole ritenere come a fine anno le quote dei due strumenti sul debito totale risulteranno ulteriormente inferiori al dato presente sul grafico 7.

Grafico 7: Composizione dei titoli di Stato al 30 novembre 2006



In una prospettiva di medio termine si può infine notare (Grafico 8) come la gestione del debito abbia consentito, ormai da alcuni anni, di stabilizzare la quota di titoli a breve termine o a tasso variabile intorno al 30% del totale dei titoli domestici. Dal 2003 si è invece gradualmente ridotta la quota complessiva dei titoli nominali a tasso fisso a vantaggio dei titoli indicizzati all'inflazione che, come ricordato sopra, hanno visto sempre salire la loro quota all'interno del debito. Va tuttavia sottolineato come questo fenomeno non solo non abbia avuto alcun impatto significativo in termini di riduzione della vita media del debito, ma abbia anzi contribuito al suo rafforzamento: la vita media del segmento dei titoli indicizzati all'inflazione è stata infatti quasi sempre superiore a quella dell'aggregato comprendente i BTP ed i CTZ.

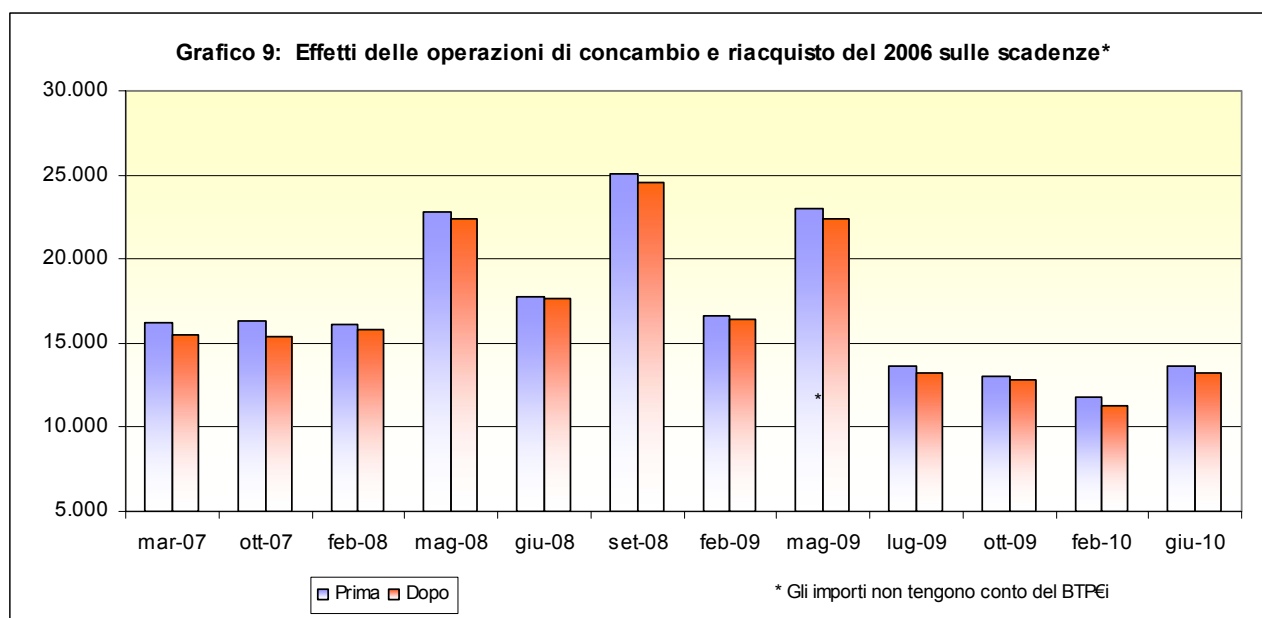
Grafico 8: Composizione dello stock dei titoli di Stato domestici



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

Come negli anni passati, anche nel 2006 le operazioni di concambio e *buy-back* sono state utilizzate dal Tesoro per la riduzione del rischio di rifinanziamento, la rimodulazione del profilo delle scadenze e una gestione efficiente dei flussi di cassa.

Nel corso del 2006, il Tesoro ha svolto un'asta di riacquisto (*reverse auction*), che ha permesso di ritirare dal mercato BTP con scadenza compresa tra il 2007 e il 2009 e CCT con scadenza compresa tra il 2008 e il 2010 per un ammontare pari a 3 miliardi di euro di capitale nominale. Inoltre, sono state effettuate due operazioni di concambio per circa 2,65 miliardi di euro con cui sono stati riacquistati titoli di Stato aventi scadenza naturale tra il 2007 e il 2010 e sono stati offerti BTP con scadenza 2017 e 2021.



2. Programma delle emissioni per il 2007

La politica di emissione del 2007 non si discosterà nella sua impostazione generale da quella seguita negli scorsi anni. Tenendo conto delle necessità di finanziamento del settore statale, le scelte circa la composizione del portafoglio emissioni e la tempistica con cui di volta in volta verranno offerti i vari strumenti al mercato saranno guidate da valutazioni circa gli effetti sul profilo costo/rischio del debito, dall'esigenza di garantire elevati standard di efficienza al processo di collocamento e distribuzione del debito e dall'impegno a preservare e favorire condizioni di elevata liquidità su tutti gli strumenti in circolazione.

Le decisioni circa i quantitativi da collocare in asta e le altre emissioni verranno molto attentamente ponderate sulla base delle condizioni di mercato: nel caso degli strumenti offerti regolarmente in

asta (BOT a 6 e 12 mesi, CCT, BTP a 3, 5 e 10 anni e CTZ) saranno privilegiati criteri di trasparenza, prevedibilità e liquidità degli strumenti in circolazione; nel caso di strumenti offerti in asta con un grado di regolarità inferiore (BTP€i, BTP con scadenza superiore ai 10 anni) le decisioni di emissione saranno guidate dalle condizioni di domanda oltre che dalle esigenze di efficienza delle contrattazioni sul mercato secondario.

Per quanto riguarda gli altri strumenti che normalmente non vengono collocati mediante asta (emissioni in valuta e piazzamenti privati) il Tesoro terrà conto in modo particolare delle condizioni di costo.

Gli strumenti di gestione della liquidità (BOT a 3 mesi, BOT flessibili, *Commercial Paper* e Depositi non collateralizzati) saranno utilizzati principalmente in base alle esigenze di copertura di temporanei sfasamenti di cassa.

Programma di emissione dei titoli collocati mediante asta pubblica

I titoli nominali

I collocamenti dei titoli nominali emessi via asta (BOT, CCT, CTZ e BTP) avverranno in base al calendario annuale delle emissioni pubblicato sul sito della Direzione del Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro (www.debitopubblico.it). Come di consueto il calendario contiene riportate le date di annuncio, di asta e di regolamento delle diverse tipologie di titoli per tutto l'anno 2007. Durante l'anno, alla fine di ogni trimestre, verranno inoltre pubblicati i Programmi Trimestrali di emissione, in cui verranno annunciati i nuovi titoli da emettere nei tre mesi successivi con le relative date di godimento.

Di seguito il dettaglio delle scelte di emissione 2007 del Tesoro sui singoli strumenti.

BOT e Strumenti di gestione della Liquidità: L'emissione dei titoli a 12 mesi sarà condotta con regolarità a metà mese, determinando gli importi in funzione della domanda e delle condizioni di mercato. Il titolo trimestrale sarà offerto principalmente in relazione alle esigenze di gestione della liquidità. Con lo stesso obiettivo e con massima flessibilità, il Tesoro emetterà BOT con durate non standard (i cosiddetti BOT flessibili) per quantità di volta in volta decise in relazione alle esigenze di cassa.

Le emissioni del BOT semestrale saranno realizzate in relazione ai flussi in scadenza ed in modo da assicurare l'efficienza al mercato dei CCT. Per queste ragioni, 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.

Inoltre, nel corso del 2007 il Tesoro continuerà ad avvalersi dello strumento delle *Commercial Paper* anche in valute differenti dall'Euro, per conseguire la massima flessibilità in termini di quantità e scadenze, requisiti essenziali per una puntuale gestione della liquidità. Il ricorso alle *Commercial Paper* mirerà anche ad un incremento nella diversificazione degli investitori

Come completamento dell'insieme di strumenti per la gestione della liquidità, nel 2007 il Tesoro sarà presente anche nel mercato monetario su scadenze a brevissimo termine attraverso operazioni di deposito o impiego non collateralizzate svolte tramite asta o negoziazione bilaterale. Le operazioni saranno prevalentemente orientate alla raccolta e potranno avere durata *overnight* o maggiore in relazione alle esigenze del Tesoro ed alle condizioni di mercato. Il limite massimo giornaliero sarà pari a cinque miliardi di euro con un saldo netto annuo di pari importo.

CTZ 24 mesi: Dalle analisi di mercato effettuate lo strumento continua a registrare un interesse piuttosto significativo da parte degli investitori, anche esteri. Il Tesoro continuerà pertanto ad emettere regolarmente il CTZ nelle aste di fine mese modulando i quantitativi in asta in modo da garantire livelli adeguati di liquidità alle varie linee. Considerando che nel 2007 i volumi in scadenza saranno superiori a quelli dello scorso anno (27,7 contro 24,9 miliardi di euro del 2005) le emissioni del prossimo anno terranno comunque conto dell'obiettivo teso a diminuire gradualmente la quota di questo prodotto all'interno del debito.

CCT: Tenendo conto del buon andamento del mercato dei CCT riscontrato nel 2006 e considerando gli sviluppi registrati sul lato della domanda, dove sembra emergere un crescente interesse da parte di investitori internazionali, la politica di emissione su questo comparto rimarrà sostanzialmente in linea con quella dello scorso anno. Nel 2007 arriveranno a scadenza circa 15,4 miliardi di euro di CCT, un volume nettamente inferiore a quello del 2006 (circa 27,7 miliardi di euro). Le emissioni del 2007, pertanto, condotte attraverso aste mensili per volumi coerenti con le aspettative del mercato, saranno sicuramente superiori a quanto necessario a garantire il rifinanziamento di queste scadenze, ma senza che ciò comporti una crescita della quota di questo strumento sul debito totale. Se da un lato infatti il CCT continua a rappresentare un'importante fonte di approvvigionamento per il Tesoro e uno strumento strategico per la gestione di portafoglio degli investitori istituzionali operanti sul mercato monetario - considerata l'assenza di prodotti analoghi emessi con programmi delle stesse dimensioni da altri governi dell'area euro - , dall'altro, alla luce delle esigenze di

gestione del profilo costo/rischio del debito e dell'evoluzione del quadro macroeconomico europeo nel 2007 il Tesoro perseguirà l'obiettivo di non modificare sostanzialmente lo stock in circolazione.

BTP nominali a medio termine: I titoli a 3, 5 e 10 anni continueranno ad essere emessi regolarmente con aste di metà e fine mese con quantitativi che verranno calibrati sulla base delle esigenze del Tesoro e delle necessità di garantire alti livelli di liquidità a tutti gli strumenti in circolazione.

BTP nominali a lungo termine: Nel 2007 le emissioni su questo comparto continueranno ad essere caratterizzate da un maggiore grado di flessibilità nell'offerta per tenere conto delle condizioni di mercato che si presenteranno durante il corso dell'anno. Le emissioni sul comparto terranno conto del ruolo dell'importanza di questi strumenti per la gestione dei rischi finanziari da parte dell'emittente e della configurazione della curva dei rendimenti dell'area euro, che attualmente presenta una forma particolarmente appiattita. Anche nel 2007 i nuovi titoli verranno introdotti sul mercato mediante sindacati di collocamento al fine di conseguire una più efficiente penetrazione nei portafogli degli investitori nazionali ed internazionali e soddisfacenti condizioni di liquidità sul mercato secondario fin dalla prima emissione. Le riaperture tramite asta consentiranno di raggiungere un adeguato livello di circolante per ogni titolo.

I titoli indicizzati all'inflazione

Nel 2007 le emissioni di titoli indicizzati all'inflazione dell'area euro (ex-tabacco) continueranno a rivestire un carattere strategico nell'ambito della politica di gestione del debito. Il considerevole sviluppo del mercato europeo per questi strumenti, la presenza stabile di nuove categorie di investitori e le rilevanti opportunità di diversificazione che queste obbligazioni garantiscono all'emittente rappresentano le principali ragioni che confermano la validità di questa scelta. Nella selezione delle scadenze da offrire di volta in volta al mercato, il Tesoro si riserva di mantenere un elevato livello di flessibilità in modo da cogliere le opportunità che si manifesteranno nel corso dell'anno. In questo senso verranno valutate tutte le possibilità per consolidare ulteriormente la presenza del Tesoro sulla curva dei rendimenti reali europea, esplorando anche nuove scadenze oltre quelle già normalmente offerte al mercato. Il Tesoro farà ricorso alle aste con frequenza di norma mensile, salvo nei casi in cui si decida di procedere ad emissioni sindacate.

Analogamente al 2006, nei mesi in cui questi titoli verranno offerti via asta, l'emissione si terrà nella seconda metà del mese, il giorno lavorativo precedente le aste 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. In caso di cancellazione dell'asta, il Tesoro ne darà esplicita comunicazione.

Operazioni di concambio e buyback

Nell'anno 2007 questo tipo di operatività verrà realizzata seguendo gli stessi criteri guida del 2006 in coerenza con la politica di emissione e utilizzando modalità di volta in volta ritenute ottimali.

Nello schema che segue viene illustrata la tempistica con cui gli strumenti passati in rassegna verranno offerti al mercato ogni mese, mediante asta di collocamento:

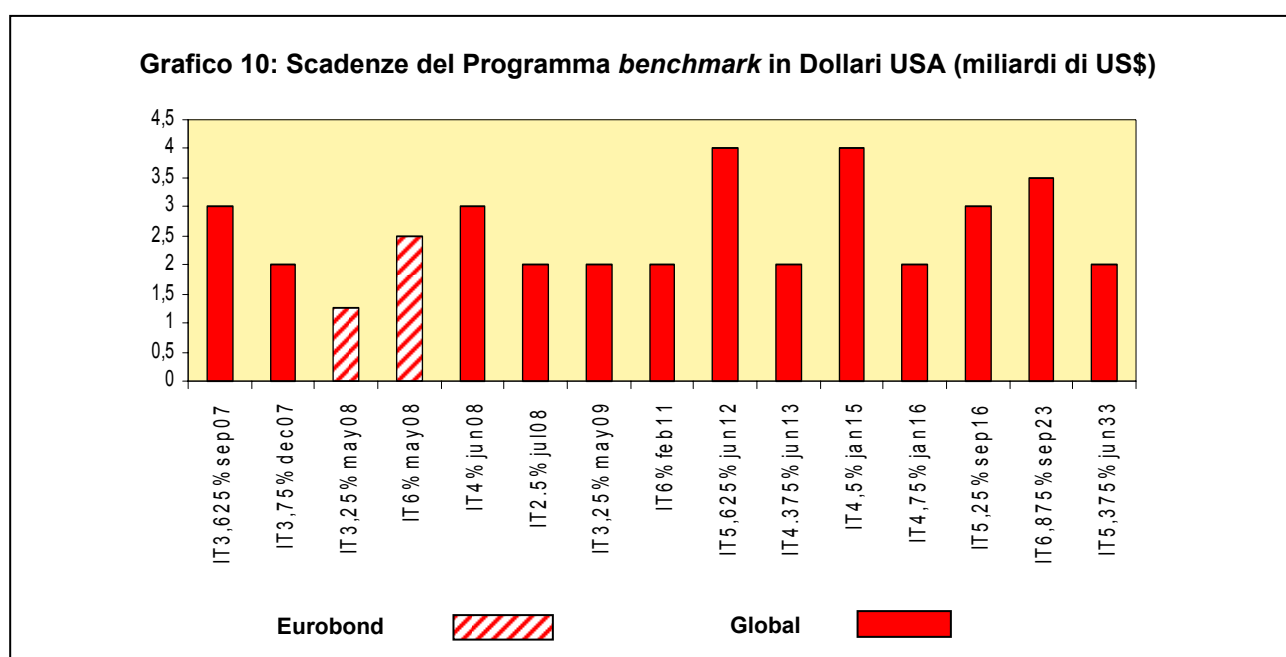
Periodicità delle aste (con riferimento alla data di collocamento)

	<i>Aste Metà Mese</i>	<i>Aste Fine mese</i>
<i>BOT flessibili</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>BOT 3 mesi</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>6 mesi BOT</i>		<i>X</i>
<i>12 mesi BOT</i>	<i>X</i>	
<i>24 mesi CTZ</i>		<i>X</i>
<i>3 anni BTP</i>		<i>X</i>
<i>5 anni BTP</i>	<i>X</i>	
<i>10 anni BTP</i>		<i>X</i>
<i>15 e 30 anni BTP</i>	<i>I due titoli saranno offerti in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>7 anni CCT</i>		<i>X</i>
<i>BTP€i</i>		<i>L'offerta sarà stabilita in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>

Programma di emissione in valuta estera

Programma global benchmark in dollari USA

Per quanto riguarda il prossimo anno, dati i benefici sinora registrati, si conferma l'intenzione di mantenere una significativa presenza sul mercato del dollaro, pur senza un calendario di emissioni predeterminato. Il contenuto ammontare in scadenza di titoli in valuta del 2007 favorisce questo tipo di approccio.



Tale flessibilità consente di agire al verificarsi delle condizioni ottimali per le emissioni, coerentemente con quanto realizzato nel corso del 2006. Gli investitori hanno dimostrato di privilegiare transazioni concluse secondo un timing ottimale, piuttosto che un largo anticipo negli annunci.

Attività di emissione sugli altri mercati

In virtù della loro natura, le emissioni realizzate in euro o in altre valute, attraverso il programma E-MTN, saranno determinate sulla base delle offerte che perverranno al Tesoro.

Per i piazzamenti privati, in particolare, la valutazione delle proposte sarà condotta sulla base dei seguenti criteri:

- emissione a favore di un singolo investitore istituzionale intenzionato a mantenere il titolo fino a scadenza per proprie esigenze di portafoglio;

- importo minimo negoziabile: almeno 500.000 euro;
- scadenze medio-lunghe;
- vantaggio economico rispetto alla curva dei BTP;
- non sovrapposizione con le altre emissioni del Tesoro.

3. Progetti di innovazione allo studio

Dai dati ufficiali diffusi circa la composizione per detentori dei titoli di Stato emerge chiaramente come la quota in mano al settore privato sia progressivamente diminuita fino a giungere a livelli piuttosto ridotti. All'interno di questa componente sono ricompresi i risparmiatori al dettaglio, che sempre più negli ultimi anni sembrano aver orientato le loro scelte di investimento finanziario verso prodotti diversi dai titoli di Stato. Nell'analizzare e valutare questa tendenza e le sue implicazioni per la gestione del debito, il Tesoro ha iniziato a sviluppare un lavoro di approfondimento teso ad accertare la rilevanza strategica di questa fonte di approvvigionamento finanziario e la necessità di porre in essere politiche di gestione volte specificatamente a preservare e, in occorrenza, a consolidare la presenza della componente *retail* tra i detentori del debito pubblico.

Nel 2007, inoltre, il Tesoro dovrebbe concludere l'iter necessario all'introduzione delle norme operative per l'avvio dell'attività in *coupon stripping* sui BTP indicizzati all'inflazione, tenendo conto delle peculiarità dello strumento e delle esigenze degli investitori istituzionali maggiormente operativi su questo tipo di strumenti.