

*Linee guida della gestione del
debito pubblico*



Anno 2008

Introduzione

Il valore del debito complessivo delle Amministrazioni Pubbliche (AP) a fine 2006 è stato pari a 1.575.441 milioni di euro, ossia il 106,8% del PIL del medesimo anno. All'interno di questo aggregato il debito espresso in titoli di Stato, la cui gestione è affidata alla Direzione II del Dipartimento del Tesoro del Ministero dell'Economia, è stato pari all'80%.

Per il 2007 il rapporto tra il debito totale delle Amministrazioni Pubbliche ed il PIL è previsto in discesa al 105,0%.

Il presente documento, come ogni anno, illustra sia i risultati raggiunti nella gestione del debito pubblico nel corso dell'anno che sta per chiudersi, il 2007, sia le linee guida che saranno alla base delle scelte del Tesoro circa la strategia di copertura del Fabbisogno dello Stato per il 2008. Nel soddisfare le esigenze di finanziamento del Settore Statale la gestione del debito proseguirà secondo un'impostazione di medio-lungo termine, ampiamente consolidata, tesa a perseguire l'obiettivo di un'ulteriore riduzione del rischio di interesse (nominale e reale) e del rischio di rifinanziamento, nonché di contenimento della spesa per interessi in rapporto al PIL.

1. La gestione del debito nel 2007

La politica di emissione del 2007, posta in essere a copertura del Fabbisogno del Settore Statale¹, è stata ovviamente influenzata dall'andamento dei mercati finanziari dell'area euro, in particolare del segmento obbligazionario.

a) L'andamento dei Mercati Obbligazionari e dei titoli governativi dell'area euro nel 2007

In continuità con quanto già avvenuto nel corso del 2006, la politica monetaria attuata dalla Banca Centrale Europea (d'ora in poi BCE) nella prima metà del 2007 ha visto due ulteriori rialzi del tasso principale di riferimento - applicato alle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema - a marzo e giugno, portato rispettivamente al 3,75% e al 4%, al fine di contenere le aspettative di aumenti di inflazione e quindi ridurre gli eventuali rischi per la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

Tali scelte di politica monetaria sono state assunte in un periodo caratterizzato da una solida crescita economica per l'area euro e si sono inserite in un contesto caratterizzato da un trend espansivo del mercato monetario e del credito, nonché di ampia liquidità all'interno dell'area euro. In questo periodo, rispondendo alle aspettative del mercato di ulteriori aumenti dei tassi di riferimento della BCE, l'inclinazione della curva dei rendimenti sul segmento monetario è stata particolarmente elevata, sebbene in un contesto generale di volatilità piuttosto contenuta.

Il comparto dei titoli di Stato europeo nei primi sei mesi dell'anno, in concomitanza con il ciclo restrittivo di politica monetaria, ha visto una significativa salita dei rendimenti su tutte le scadenze, anche se non in modo uniforme (vedi grafico 1). Il differenziale 2-10 anni, in particolare, ha mostrato una volatilità molto accentuata a differenza di quello 10-30 anni, risultato mediamente più stabile. Il trend di salita dei tassi ha avuto un'interruzione solo nel mese di febbraio, per effetto di uno spostamento molto significativo degli investitori sul segmento obbligazionario in uscita da quello azionario che in quella fase sperimentava un periodo di flessione molto acuto.

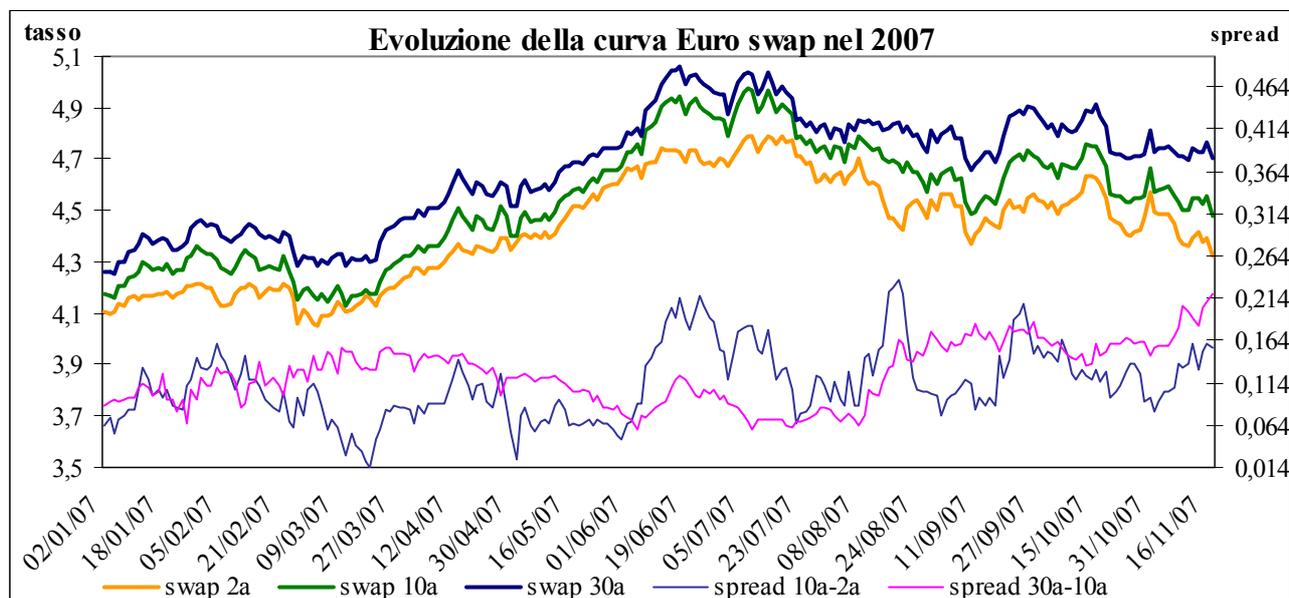
¹ Si fa notare come nel 2007 le emissioni del Tesoro hanno anche consentito la copertura degli effetti finanziari derivanti dal comma 630 dell'art. 1 della Legge Finanziaria per il 2007 che ha disposto la fuoriuscita dalla Tesoreria dello Stato dei fondi provenienti dalla raccolta effettuata da Poste Italiane Spa per attività di bancoposta presso la clientela privata.

Nella seconda metà dell'anno le condizioni finanziarie sono, tuttavia, mutate significativamente. La crisi che ha investito il settore dei mutui *sub-prime* del mercato statunitense a fine luglio si è rapidamente riversata sul mercato interbancario europeo, per via di un forte deterioramento della fiducia sulla solvibilità di breve termine degli istituti di credito. In tale contesto la BCE, pur in presenza di rischi inflazionistici provenienti dal mercato delle materie prime e dalle aspettative di crescita, non solo ha interrotto la salita dei tassi, ma al fine di contrastare la scarsa liquidità del mercato monetario, ha provveduto ad effettuare diverse operazioni supplementari di mercato aperto volte ad agevolare la funzionalità del mercato interbancario.

Da agosto in poi, infatti, il mercato monetario è entrato in una fase di volatilità molto significativa, con una divaricazione molto accentuata tra il tasso dei contratti indicizzati all'Eonia ed il tasso Euribor con scadenza superiore al mese.

La situazione di crisi ha dato luogo anche a ripetuti e significativi flussi di acquisto di titoli di Stato dell'area euro, producendo i tipici effetti risultanti da questo genere di movimenti (cosiddetti *fly-to-quality flows*): riduzione dei livelli assoluti dei rendimenti e irripidimento della curva dei tassi di interesse. A partire dalla fine di luglio, infatti, i tassi hanno interrotto la loro salita e progressivamente sono scesi fino alla fine del mese di novembre, eccezion fatta per il periodo a cavallo tra la fine del mese di settembre e l'inizio di ottobre, quando era parso che il mercato potesse tornare ad operare in condizioni di relativa normalità. Nel contempo è progressivamente salita la pendenza del tratto 10-30 anni, ad indicare la minore propensione al rischio degli investitori, mentre è ulteriormente aumentata la volatilità del tratto 2-10 anni (grafico 1).

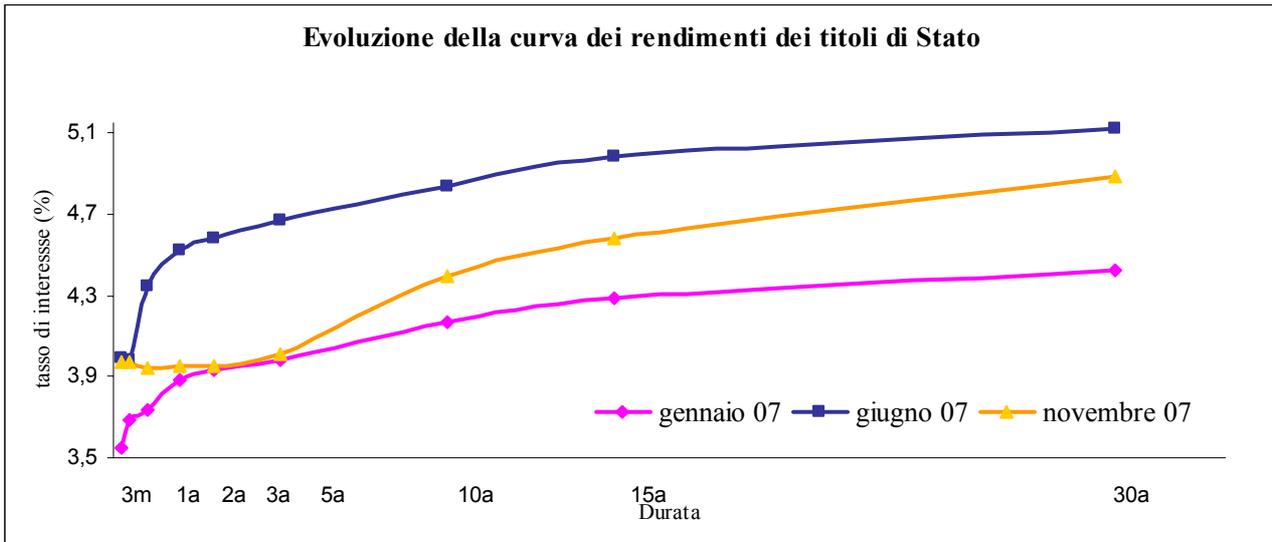
Grafico 1



b) L'andamento dei titoli di Stato italiani

La curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha, ovviamente, seguito l'evoluzione della curva dei rendimenti dell'area euro (grafico 2). Dopo l'aumento del periodo tra gennaio e giugno, oggi la curva si situa in una posizione intermedia, sebbene con una pendenza ben più marcata nel segmento 2-10 anni: la crisi finanziaria ha spinto, infatti, gli operatori a concentrarsi sulle scadenze meno lunghe preferendo maggiormente il segmento a 2-3 anni rispetto a quello 15-30 anni. D'altra parte i tassi fino a 1 anno risultano al di sopra di quelli pre-crisi, proprio a causa delle forti turbolenze che tuttora interessano i mercati monetari.

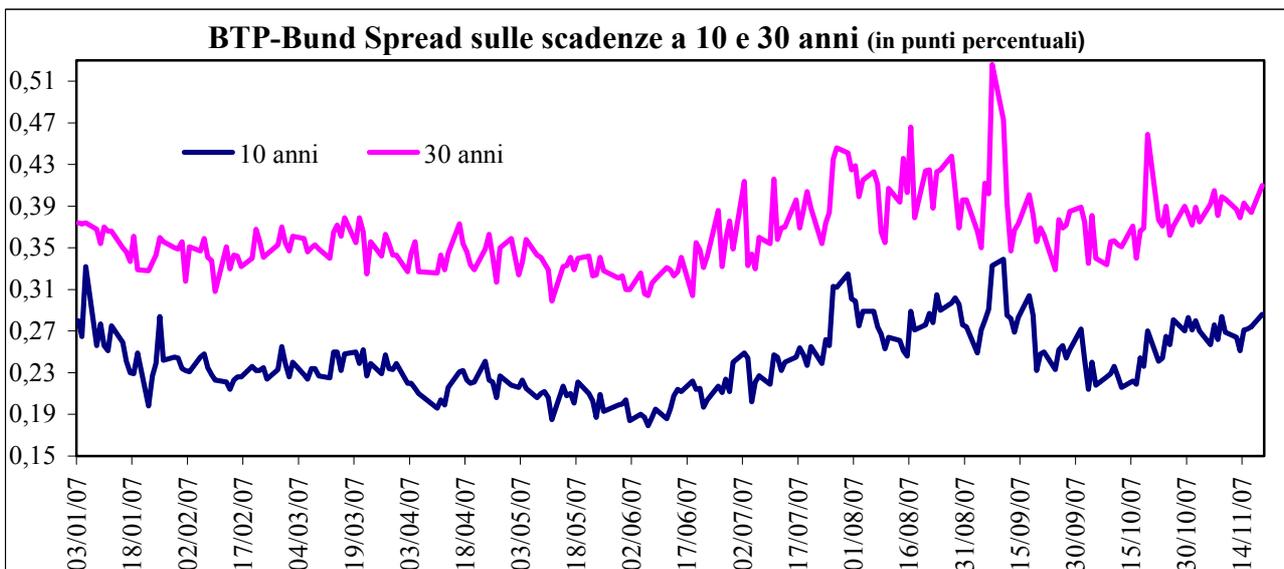
Grafico 2



L'altro importante fenomeno connesso alla crisi finanziaria internazionale è l'evoluzione dei differenziali di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (grafico 3). Analogamente ad altri paesi dell'area euro diversi dalla Germania, il differenziale tra la curva dei rendimenti dei titoli italiani e quella tedesca, ha avuto un andamento sostanzialmente stabile, caratterizzato anche da una lieve ma progressiva riduzione, fino al mese di luglio. Successivamente la volatilità di questo differenziale è aumentata in modo molto sensibile con incrementi e riduzioni molto significativi anche in intervalli temporali molto limitati. Questo fenomeno è stato un effetto tipico delle crisi di fiducia che si innescano sui mercati internazionali: ad ogni notizia negativa concernente la situazione di solvibilità delle banche, gli investitori hanno inteso indirizzare le loro scelte di portafoglio verso il debito dei paesi ad elevato merito di credito, determinando una riduzione più marcata dei tassi di rendimento di questi paesi rispetto ad altri (come l'Italia).

A fronte di questo forte incremento di volatilità, va, tuttavia, rilevato come al termine del mese di novembre i livelli dello *spread* tra i titoli italiani e quelli tedeschi sulle scadenze a dieci e a trenta anni siano risultati superiori a quelli precedenti la crisi (media dei mesi gennaio-giugno 2007) di pochi punti base: circa 6 p.b. sulla scadenza a dieci anni e circa 7 p.b. su quella a trenta anni.

Grafico 3



La liquidità dei titoli di Stato italiani è stato un fattore che certamente ha contribuito a contenere l'allargamento dei differenziali: se, infatti, gli investitori durante la crisi hanno innanzitutto premiato gli strumenti emessi da emittenti sovrani con più elevato merito di credito, d'altra parte essi hanno privilegiato anche quei titoli caratterizzati da elevati livelli di efficienza sul mercato secondario in termini di costi di negoziazione. La liquidità degli strumenti del debito pubblico italiano, da ascrivere sia al volume medio in circolazione di ciascun titolo, ma anche all'assetto organizzativo del mercato secondario, continua ad essere supportata dalla politica di emissione perseguita dal Tesoro, basata su un profilo di sostanziale regolarità e prevedibilità dei collocamenti sul mercato.

Per quanto riguarda i titoli indicizzati all'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo per l'area euro, il 2007 è stato un anno sostanzialmente positivo, con una *performance* piuttosto sostenuta rispetto agli equivalenti titoli nominali. Se si fa eccezione per i titoli a più breve termine, che per definizione risentono maggiormente della stagionalità infrannuale dell'indice, i titoli a dieci e a trenta anni hanno visto i loro rendimenti reali salire tendenzialmente meno di quelli nominali (grafico 4): ciò ha dato luogo ad una progressiva crescita del differenziale tra tassi nominali e reali (*break-even inflation*). Naturalmente, oltre che all'interazione tra domanda e offerta, tale andamento si deve anche alla sottostante dinamica dell'indice di inflazione europea che dopo agosto, a differenza del 2006, ha fatto registrare un progressivo incremento, spiegabile con la elevata crescita dei prezzi dei beni energetici e dei beni alimentari trasformati (grafico 5).

Grafico 4

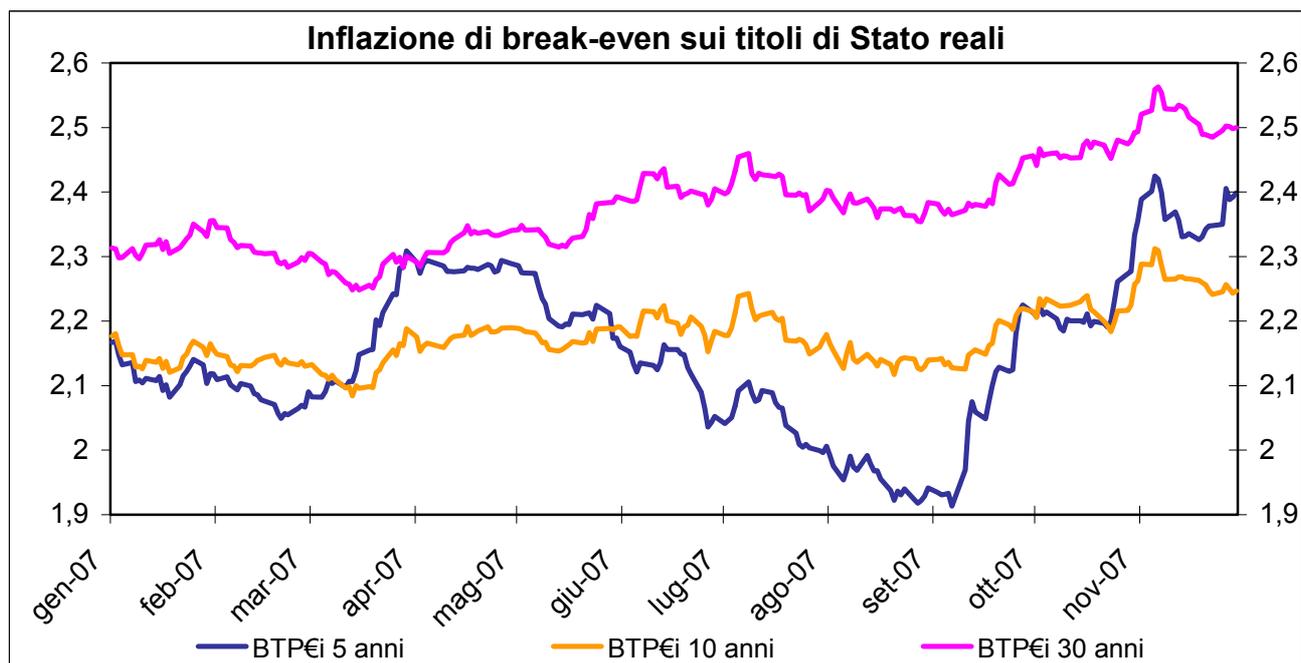
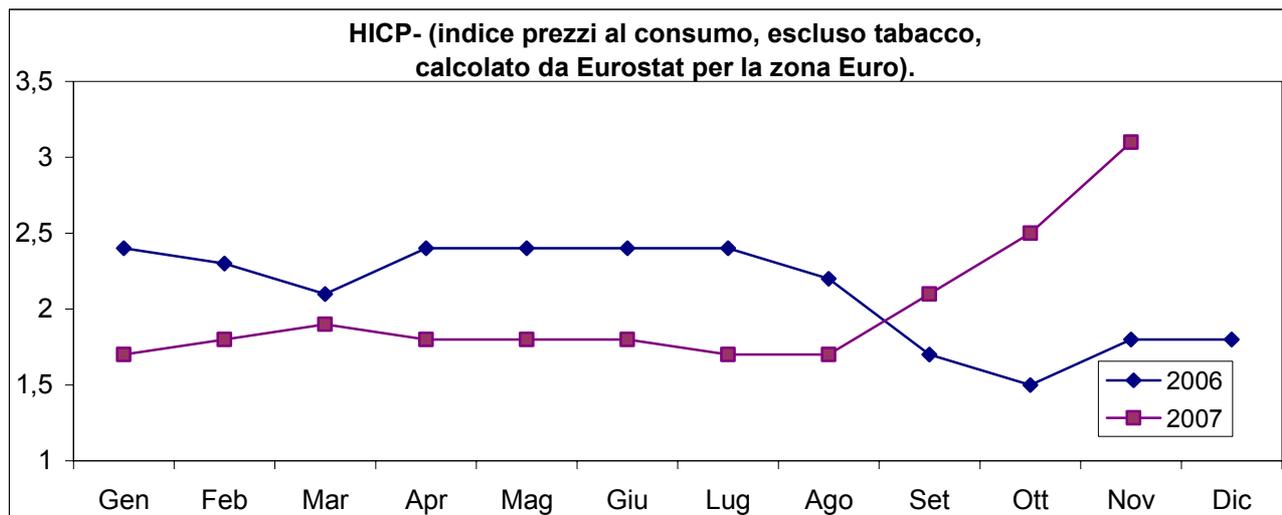


Grafico 5

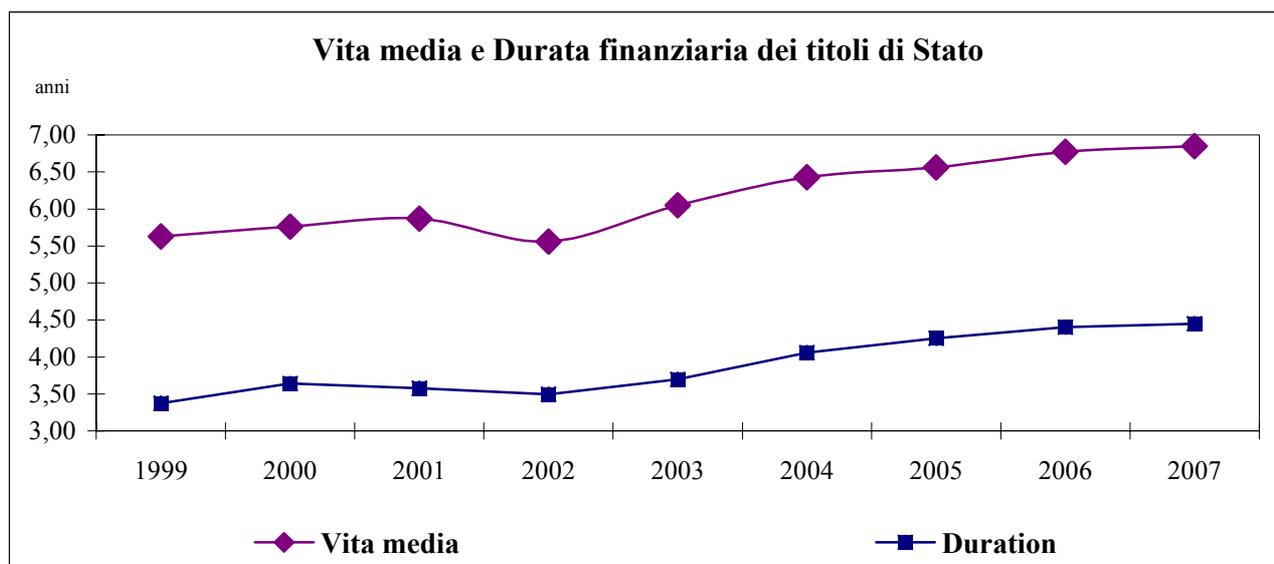


c) I risultati raggiunti dalla gestione del debito

Nel 2007 il Tesoro, tenuto conto delle condizioni di mercato, ha perseguito l'obiettivo di un ulteriore contenimento dell'esposizione ai rischi finanziari, non rinunciando a tenere sotto controllo il costo del debito.

L'analisi in termini di struttura del debito mostra che i risultati raggiunti nel 2006, per quanto attiene all'esposizione al rischio di rifinanziamento e di interesse (grafico 6), misurati rispettivamente dalla vita media e dalla durata finanziaria del debito, sono stati pienamente confermati. La vita media complessiva di tutti i titoli di Stato a fine 2007 è risultata pari a 6,85 anni, superiore quindi al dato di fine 2006 (6,77 anni); analogamente la durata finanziaria, che a fine dicembre 2007 dovrebbe attestarsi intorno ai 4,45 anni, e' in crescita rispetto ai 4,40 anni di fine 2006. Simile è il risultato raggiunto in termini di *Average Refixing Period*² che a fine 2007, relativamente ai soli ai titoli di Stato del programma domestico, è stato pari a 5,68 anni, circa 0,7 anni in più del dato di fine 2006.

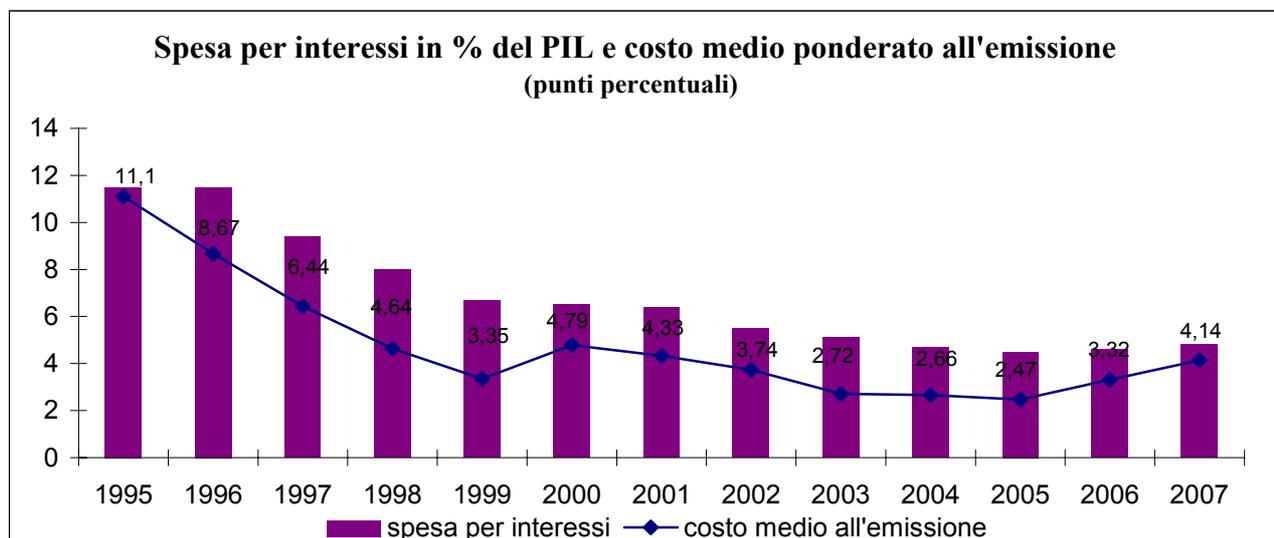
Grafico 6



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.

Il costo medio ponderato delle emissioni 2007 (grafico 7) ha raggiunto il 4,14%, un dato in crescita rispetto al 2006 (3,34%) a causa dell'aumento generalizzato dei tassi di interesse di mercato dei primi sette mesi dell'anno, periodo in cui è stato collocato oltre il 70% del programma annuale di emissioni.

Grafico 7



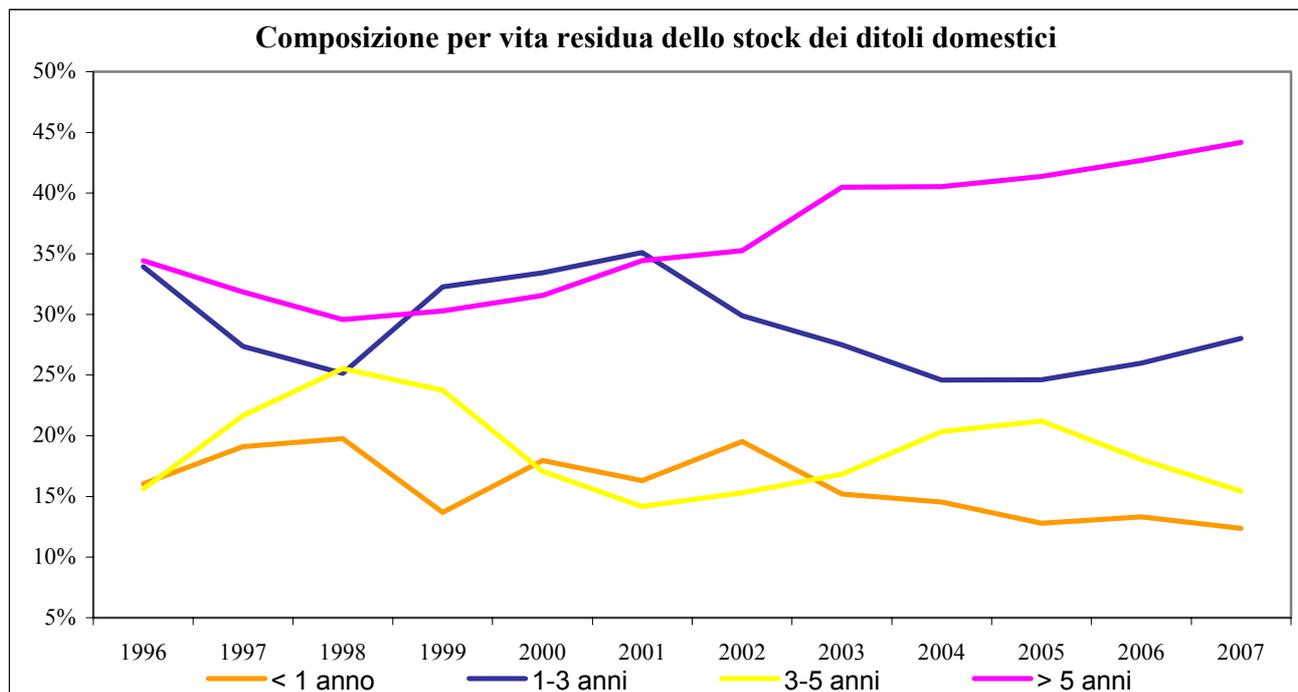
Il rischio di interesse

Le stime relative all'impatto sulla spesa per interessi di shock inattesi³ dei tassi di interesse forniscono una buona indicazione dell'esposizione al rischio di interesse. Come evidenziato nell'Aggiornamento del Programma di Stabilità dell'Italia di dicembre 2007, grazie all'attuale composizione del debito pubblico, il rischio di esposizione alle fluttuazioni dei tassi risulta limitato e in una certa misura ridotto rispetto al passato. Infatti, anche nell'ipotesi di un aumento istantaneo e permanente di un punto percentuale della curva dei rendimenti, l'impatto sulla spesa per interessi in rapporto al PIL sarebbe pari a 0,16 % nel 2008, 0,30 % nel 2009, 0,37 % nel 2010, 0,43 % nel 2011, mentre l'incremento dei tassi, al 30 novembre 2007, si trasferirebbe interamente sul costo del debito dopo circa 5,60 anni (nello scorso Aggiornamento tale dato era pari a 5,56 anni). Tale analisi conferma una continuità nella riduzione della sensibilità della spesa per interessi ai tassi, soprattutto nel medio periodo.

Il rischio di rifinanziamento

L'evoluzione della struttura del debito per vita residua fino al 31 dicembre 2007 (grafico 8) indica un aumento della quota del debito con scadenza residua superiore ai cinque anni ed una contestuale progressiva riduzione della componente a brevissimo termine, con scadenza inferiore ad un anno; inoltre, mentre la componente a breve-medio termine, scadenza residua compresa tra uno e tre anni, è leggermente aumentata, quella a medio termine, scadenza residua tra i tre ed i cinque anni, è rimasta stabile.

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.

Grafico 8

Il rischio di cambio

Per quanto riguarda l'esposizione al cambio, va segnalata la sua progressiva eliminazione all'interno del debito. A fine 2007 l'aggregato dei titoli di Stato negoziabili si compone di titoli domestici, ossia emessi sul mercato interno, per il 93,83 %, e di titoli emessi sui mercati esteri, sia in euro che in valuta, per il 6,17 %. All'interno di questa componente la quota in valuta è ormai ridotta allo 0,17 %, rispetto allo 0,73 % del 2006.

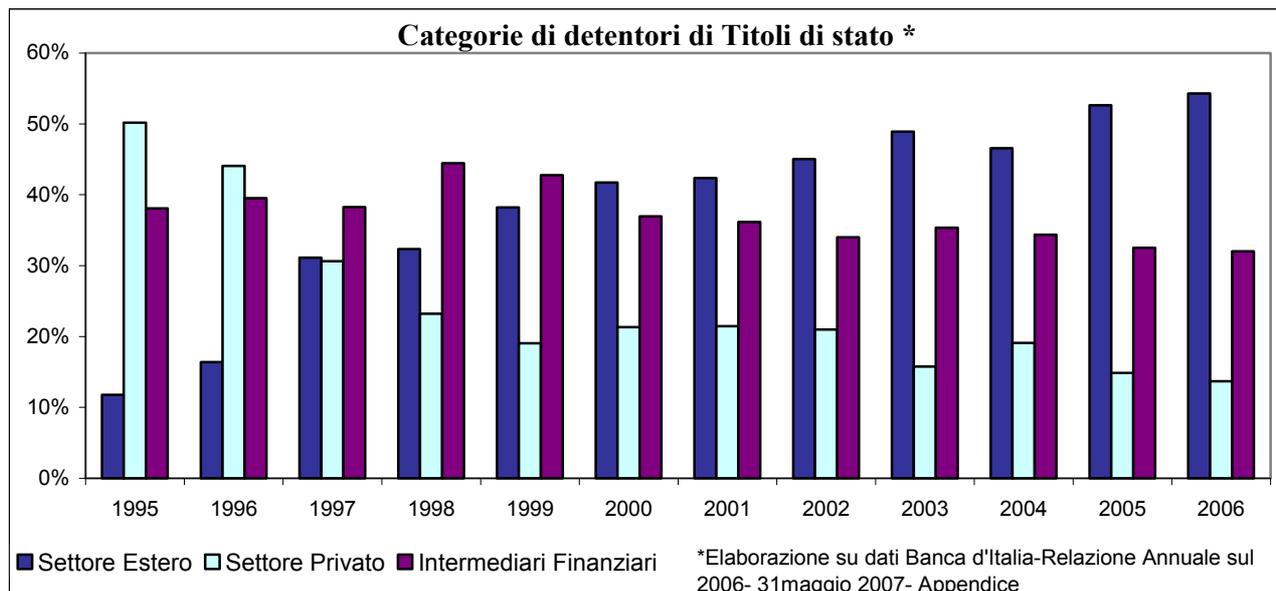
La distribuzione del debito a livello internazionale

Nel corso del 2007 è proseguito l'obiettivo di penetrazione del debito pubblico italiano nei portafogli degli investitori internazionali. Come negli anni passati, nella scelta sia degli strumenti di debito da offrire che delle modalità di collocamento, particolare attenzione è stata posta all'esigenza di raggiungere un numero ampio e diversificato di investitori, sia per tipologia che per collocazione geografica. A fine 2006, si osserva, infatti, che il 54% dello stock del debito in titoli di Stato era in possesso di non residenti, in lieve aumento rispetto al 2005 (53%); ciò è avvenuto a scapito della quota posseduta dai residenti (grafico 9).

Se si analizzano, inoltre, i flussi di negoziazione riportati dagli Specialisti in titoli di Stato⁴ nei primi nove mesi del 2007, si rileva come la quota di scambi effettuata con clienti residenti al di fuori dell'Europa, prevalentemente nell'area asiatica, sia arrivata al 4,68%, dal 3,84% del 2006. Nel contempo va segnalato un incremento degli scambi con clienti residenti in Italia (la cui quota è passata dal 45% al 48% circa) ed una lieve riduzione di quella con clienti europei (la cui quota è passata dal 33% al 30%).

⁴ Gli Specialisti in titoli di Stato sono: ABN Amro Bank N.V.; Banca IMI S.p.A.; Barclays Bank PLC; Bayerische Hypo und Vereinsbank AG; BNP Paribas; Calyon – Corp. Inv. Bank, Citigroup Global Markets Ltd., Credit Suisse Securities (Europe) Ltd.; Deutsche Bank A.G.; Dresdner Bank A.G.; Goldman Sachs Int. Bank; HSBC France; ING Bank N.V.; JP Morgan Securities Ltd.; Lehman Brothers Int. (Europe); Merrill Lynch Int.; Morgan Stanley & Co. Int. PLC; Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.; Nomura Int. PLC; Société Générale Inv. Banking; UBS Ltd.

Grafico 9



d) La politica di emissione degli strumenti domestici

I BOT

Le emissioni dei BOT nel 2007 sono state complessivamente superiori, sia in valore assoluto che in percentuale delle emissioni domestiche, rispetto al 2006. Un'analisi più di dettaglio consente, tuttavia, di verificare come l'incremento si debba attribuire quasi interamente ai BOT a tre mesi e ai mini-BOT (o BOT flessibili), la cui quota è passata rispettivamente dal 5,2% e dall'1,8% del 2006 al 7,3% e al 3,4% del 2007. L'intensità di emissione dei BOT a sei e a dodici mesi è rimasta, invece, sostanzialmente invariata in valore assoluto, mentre si è lievemente ridotta in percentuale del totale dei titoli di Stato domestici emessi nel 2007. A fine anno, tuttavia, la quota BOT sul totale del debito in circolazione è rimasta in linea con quella della fine dello scorso anno, al di sotto del 10%.

L'espansione dei BOT a breve termine, che per loro natura non modificano il profilo per scadenza del debito al termine di ogni anno, in quanto strumenti di copertura di esigenze di cassa infrannuali, si deve alla maggiore volatilità del Fabbisogno di cassa mensile e giornaliero che ha caratterizzato il 2007, pur in un contesto di riduzione dell'aggregato annuo complessivo. Come ormai prassi consolidata degli ultimi anni, infatti, il Tesoro, unitamente ad altri strumenti a più breve termine, ha fatto ricorso ai BOT flessibili e ai BOT a tre mesi come puri strumenti di *cash management*, da collocare sul mercato solo in caso di necessità di copertura di brevissimo termine. Il mini BOT, infatti, è stato emesso in cinque aste mensili tenutesi in diversi momenti dell'anno; il BOT a tre mesi è stato, invece, emesso con maggiore continuità, per fronteggiare una dinamica dei flussi di cassa presso la Tesoreria più variabile rispetto agli anni passati.

I CCT

Come previsto, i volumi di CCT collocati sul mercato nel 2007, sono stati sostanzialmente in linea con quelli del 2006, anche se in termini percentuali sul portafoglio delle emissioni domestiche complessive la loro quota è continuata a scendere (dal 5,7% del 2006 al 5,2% del 2007). Tuttavia, diversamente dal 2006, lo stock in circolazione si è ridotto in modo contenuto per via del limitato importo in scadenza (circa 15,3 miliardi di euro contro i quasi 24 miliardi dello scorso anno).

Sebbene in misura contenuta, la stabilizzazione del volume in circolazione dei CCT continua a garantire la loro discesa in rapporto al debito complessivo (da 15,2% della fine del 2006 a 14,8% di dicembre dell'anno in corso).

Nonostante in corso d'anno non siano mancate fasi di forte volatilità del comparto, caratterizzate anche da brevi flessioni della liquidità sul mercato secondario - specialmente nella fase più acuta della crisi finanziaria internazionale, il Tesoro, grazie al perseguimento di una politica basata su aste regolari, ma di importo contenuto, concambi e buyback a valere sul conto disponibilità - che hanno avuto spesso ad oggetto strumenti di tale comparto - ha proseguito nel suo impegno a garantire un efficiente funzionamento del mercato secondario di tali strumenti, considerata la loro rilevanza all'interno del debito complessivo.

ICTZ

Anche nel 2007 il Tesoro ha regolarmente offerto al mercato il titolo CTZ a 24 mesi. Le scadenze complessive di quest'anno, più elevate dello scorso anno di circa 2,7 miliardi di euro, hanno dato luogo ad una maggiore domanda di rinnovo, proveniente soprattutto da investitori residenti, che è stata assecondata dal Tesoro senza che ciò pregiudicasse l'obiettivo di procedere ad una graduale, ma progressiva, riduzione della presenza di questo strumento all'interno debito. A fine 2007, infatti, la quota dei CTZ sul totale dei titoli di Stato in circolazione si è attestata al di sotto di quella della fine del 2006 (3,34% contro 3,47%). Con questo strumento il Tesoro ha continuato ad avvalersi di un canale di finanziamento limitato ma stabile, che sembra ben rispondere alle esigenze di investimento di una parte del risparmio istituzionale nazionale.

IBTP

In valore assoluto le emissioni complessive di BTP del 2007 sono risultate superiori a quelle del 2006, confermando il ruolo centrale di questo strumento nella gestione del debito. In questo senso il Tesoro ha continuato a servirsi del prodotto BTP per rendere la struttura del debito sempre meno esposta ai rischi di mercato.

i) i BTP nominali

Le emissioni di BTP nominali sono rimaste in linea con quelle dello scorso anno. Il profilo delle scadenze offerte al mercato è tuttavia lievemente mutato in termini di composizione percentuale sulle emissioni domestiche: i segmenti tre e cinque anni, che hanno visto l'apertura di due nuovi titoli per ciascuna delle due scadenze, hanno ricevuto un peso lievemente inferiore (passando rispettivamente dall'8,6% al 7,7% e dal 7,9% al 7,5% dal 2006 al 2007); mentre è leggermente aumentata la quota degli strumenti a dieci e trenta anni. A favorire queste scelte di emissione è stata anche l'evoluzione della forma della curva dei rendimenti che, fino al mese di agosto - quando il Tesoro aveva completato una larga parte del suo programma di finanziamento annuale - ha reso maggiormente conveniente emettere su segmenti di curva dell'area dai dieci anni in poi rispetto alle scadenze più brevi.

Sul comparto a dieci anni il Tesoro ha offerto un nuovo *benchmark* e si è avvalso anche della facoltà di riaprire un titolo introdotto sul mercato anni prima, con scadenza originaria quindici anni, ma con vita residua pari a circa dieci anni, la cui cedola risultava in linea con i livelli di mercato presenti al momento della riapertura sulla scadenza decennale.

Sul comparto a trenta anni, in totale continuità con le scelte di emissione degli ultimi anni - che hanno visto il Tesoro garantire una presenza continua e significativa sui titoli a lungo termine - nel

mezzogiorno di ottobre è stato offerto al mercato, mediante sindacazione, il nuovo BTP 2039. Nonostante un non facile contesto generale di mercato, il nuovo titolo ha trovato una domanda complessiva molto sostenuta, con una presenza rilevante di investitori istituzionali e *real money*. Inoltre, le condizioni di collocamento sono risultate pienamente in linea con i livelli espressi dal mercato. Infine, sul comparto a quindici anni, in base alle condizioni di mercato è stato più volte riaperto il titolo *benchmark* fino ad un livello considerato soddisfacente in termini di liquidità e penetrazione nei portafogli internazionali.

ii) i BTP€i

Dopo un anno caratterizzato da una presenza più contenuta come è stato il 2006, nel 2007 il Tesoro ha partecipato al mercato dei titoli indicizzati all'inflazione dell'area Euro in modo più significativo, collocando un volume di titoli per oltre 16 miliardi di euro, pari a quasi il 3,7% del totale delle emissioni domestiche, contro il 3,1% del 2006. Accompagnando lo sviluppo molto intenso che questo comparto sta facendo registrare in Europa, e rispondendo all'esigenza di diversificare ulteriormente la composizione nominale/reale del debito, il Tesoro ha garantito una presenza in emissione stabile durante tutto l'anno ed ha introdotto sul mercato due nuovi titoli: un nuovo *benchmark* a cinque anni, il BTP€i 2012, e una nuova scadenza, il BTP€i a quindici anni con scadenza 2023.

Il primo, diversamente dal passato, è stato collocato fin dalla prima emissione mediante asta, essendo il segmento a breve termine del comparto dei titoli indicizzati ormai pienamente maturo ed in grado di fornire indicazioni di prezzo affidabili e significative per gli operatori. L'uso dell'asta per il collocamento del nuovo titolo è stata, inoltre, un'evidente dimostrazione del ruolo strategico che questo comparto ormai riveste nella politica di gestione del debito: con questa scelta il Tesoro prosegue nel suo impegno di garantire una presenza regolare basata su criteri di trasparenza e prevedibilità.

Il BTP€i a quindici anni è stato invece emesso mediante sindacato di collocamento nel mese di giugno, al termine di un'accurata analisi di mercato. Con questa emissione il Tesoro ha fornito un contributo significativo, non solo al completamento della curva reale dei titoli di Stato italiani, che ora annovera al suo interno le scadenze *benchmark* a cinque, dieci, quindici e trenta anni, ma anche all'efficienza del mercato europeo dei titoli indicizzati all'inflazione europea, offrendo una scadenza di lungo termine ancora non coperta dagli altri emittenti sovrani europei dotati di programmi di titoli reali.

Considerate le caratteristiche di questo mercato e potendo contare su una più ampia gamma di prodotti, il Tesoro è riuscito a sviluppare il proprio programma di emissione offrendo al mercato, di volta in volta, lo strumento il cui collocamento potesse avvenire in condizioni di maggiore efficienza.

e) La politica di emissioni dei titoli in valuta estera ed i piazzamenti privati

Il *Programma di Emissione Globale in Dollari*, dal 2001, è il principale canale di accesso ai mercati internazionali da parte del Tesoro italiano e si concentra prevalentemente sull'operatività in dollari USA. Esso prevede l'impegno di 12 primarie banche internazionali⁵ a quotare i titoli emessi nel programma sui *trading desk* dedicati alle Agenzie statunitensi, allo scopo di garantirne la massima liquidità.

Nel 2007, con il programma di indebitamento sui mercati internazionali, il Tesoro si è proposto di raggiungere due obiettivi primari:

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

- 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.

Nel corso del 2007 è stato emesso un titolo *benchmark* in dollari, per un nozionale di 2 miliardi, scadenza 12 giugno 2017 e cedola del 5,375%. Il successo dell'operazione è stato confermato anche dalla positiva performance del titolo sul mercato secondario.

La riduzione dei volumi emessi su questo comparto rispetto alla media degli anni precedenti è dovuta essenzialmente al venir meno delle condizioni di convenienza rispetto al finanziamento sul mercato interno.

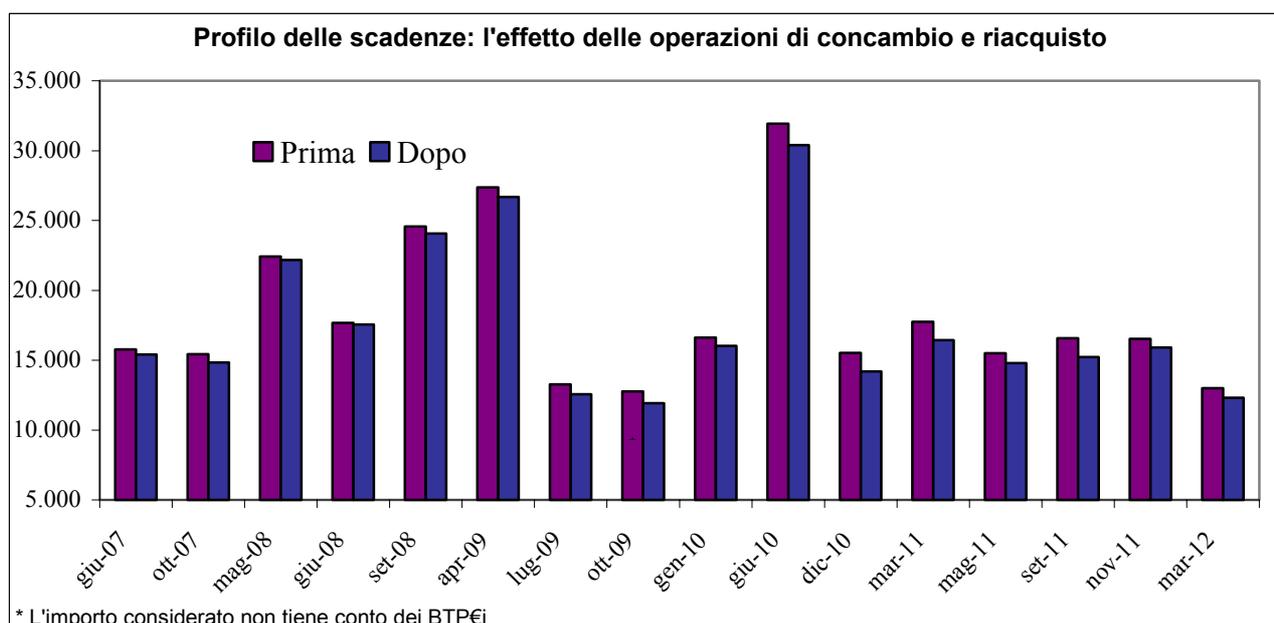
A completamento della tradizionale attività di emissione del Tesoro, nel corso del 2007 sono stati effettuati alcuni piazzamenti privati, ad arbitraggio rispetto alla corrispondente scadenza rilevata sulla curva dei BTP e in risposta a specifiche esigenze di portafoglio degli investitori. L'ammontare complessivo dei piazzamenti privati effettuati nel corso del 2007 è stato pari a circa 1,7 miliardi di euro. In particolare, sono stati collocati, per la prima volta sul mercato euro, due titoli in formato EMTN su scadenze ultra-lunghe (2057 e 2062) indicizzati all'inflazione europea, che hanno soddisfatto la forte domanda presente su un settore della curva finora inesplorato e a condizioni di costo vantaggiose per l'emittente.

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

Nel 2007, il Tesoro ha continuato ad utilizzare le operazioni di concambio e *buy-back* come strumenti per la riduzione del rischio di rifinanziamento attraverso una rimodulazione delle scadenze future, l'ottimale gestione dei flussi di cassa e il supporto della liquidità del mercato secondario.

Nel corso del 2007 sono state effettuate due operazioni di concambio per circa 3,1 miliardi di euro con cui sono stati riacquistati titoli di Stato con scadenza naturale compresa tra il 2007 e il 2010 e sono stati offerti due BTP rispettivamente con scadenza 2011 e 2017. Inoltre, il Tesoro ha condotto due aste di riacquisto (*buyback*), che hanno consentito di rimborsare anticipatamente BTP e CCT con scadenze comprese tra il 2009 e 2012 per un ammontare pari a circa 9,1 miliardi di euro di capitale nominale.

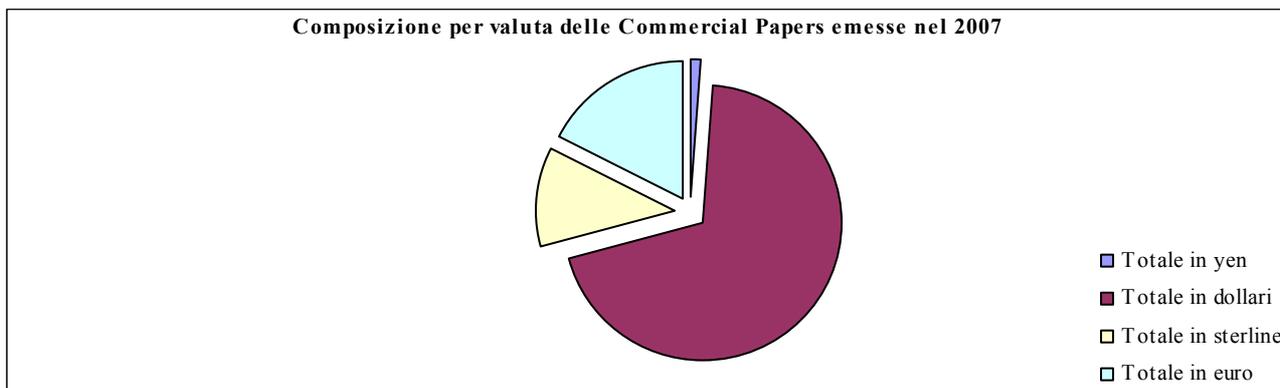
Grafico 10



g) *Le attività di cash management.*

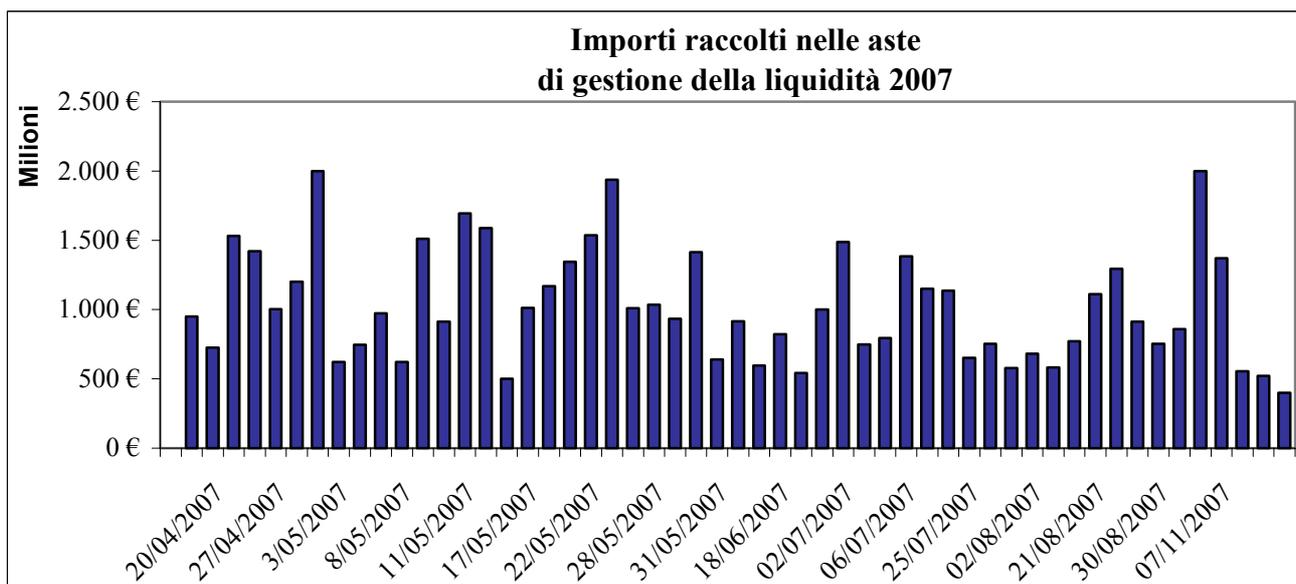
Oltre all'utilizzo dei BOT flessibili e del BOT a tre mesi sopra illustrato, nel 2007 l'attività di cash management è proseguita anche mediante il ricorso alle *Commercial Paper*. Nel 2007 sono state emesse CP in euro, yen, dollari e sterline - tutte comunque convertite in euro - per un totale di circa 2.220 milioni di euro.

Grafico 11



Come completamento dell'insieme di strumenti per la gestione della liquidità, a partire dal 18 Aprile 2007 il Tesoro ha avviato le operazioni sul mercato monetario a valere sul Conto Disponibilità del Tesoro per il servizio di Tesoreria. La nuova operatività ha conferito maggiore flessibilità alla gestione della liquidità del Tesoro, volta a soddisfare giornalmente le esigenze di finanziamento di breve e brevissimo termine, evitando il ricorso a strumenti di copertura di più lungo periodo e, quindi, più costosi. Nel 2007 sono state effettuate 53 operazioni con un importo medio di fondi domandati in raccolta dal Tesoro per operazione pari a circa 1.051 milioni di euro ed un rapporto medio fra importo offerto dagli operatori e domanda del Tesoro risultato pari a 3,18.

Grafico 12



h) La composizione del debito per strumenti

Le scelte di emissione e di gestione del debito attuate nel corso del 2007 non hanno prodotto modifiche sostanziali nella composizione del debito per strumenti. Alla fine del 2007, la struttura dei titoli di Stato (grafico 14) evidenzia, rispetto al 31 dicembre 2006 (grafico 13), una stabilità della quota di titoli a tasso fisso, una lieve diminuzione della componente a breve (BOT) e a tasso variabile (CCT), così come della quota estera. La componente indicizzata all'inflazione europea mostra un incremento considerevole, passando dal 4,95 al 6,14 per cento. Il profilo dello stock dei titoli emessi sul mercato interno evidenzia in modo più marcato le medesime tendenze (grafico 15). In una prospettiva di medio periodo il grafico consente di apprezzare la progressiva riduzione della quota a tasso variabile o breve termine, la stabilità di quella dei titoli nominali a tasso fisso (stabilmente intorno al 67%), ed il consolidamento della quota dei titoli reali, che rimane tuttavia limitata.

Grafico 13

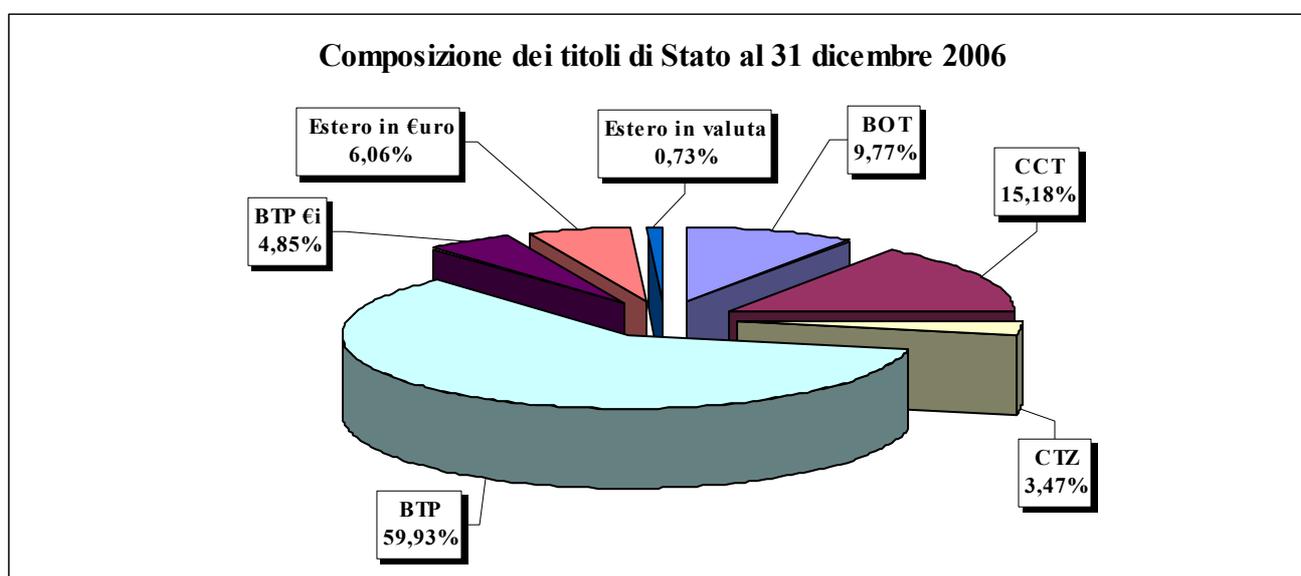


Grafico 14

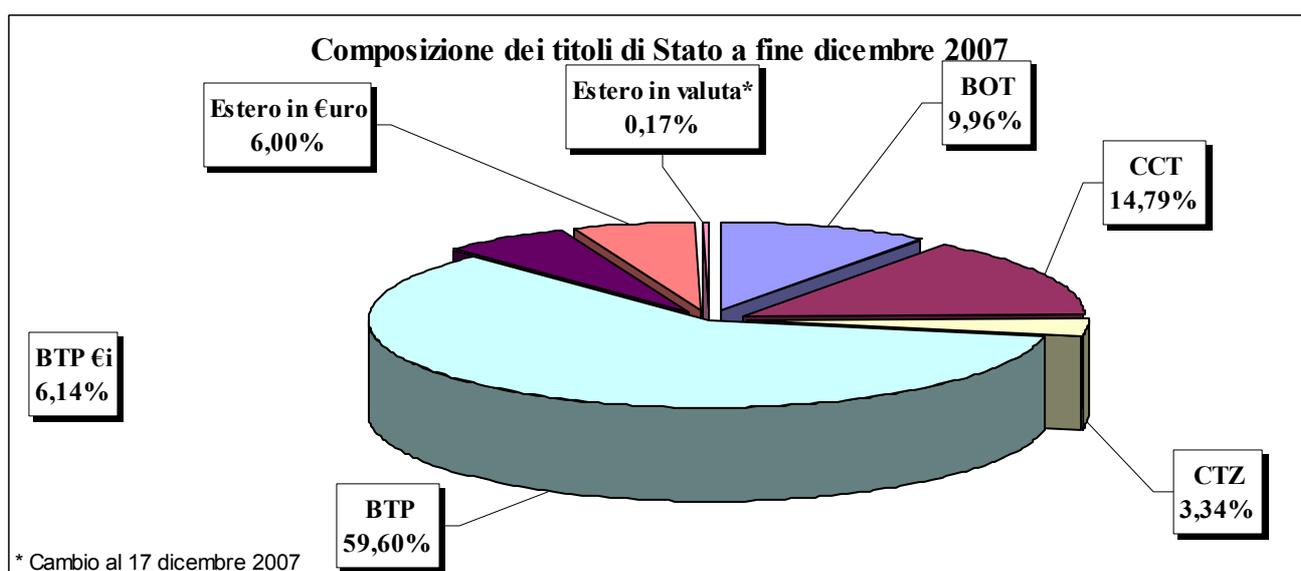
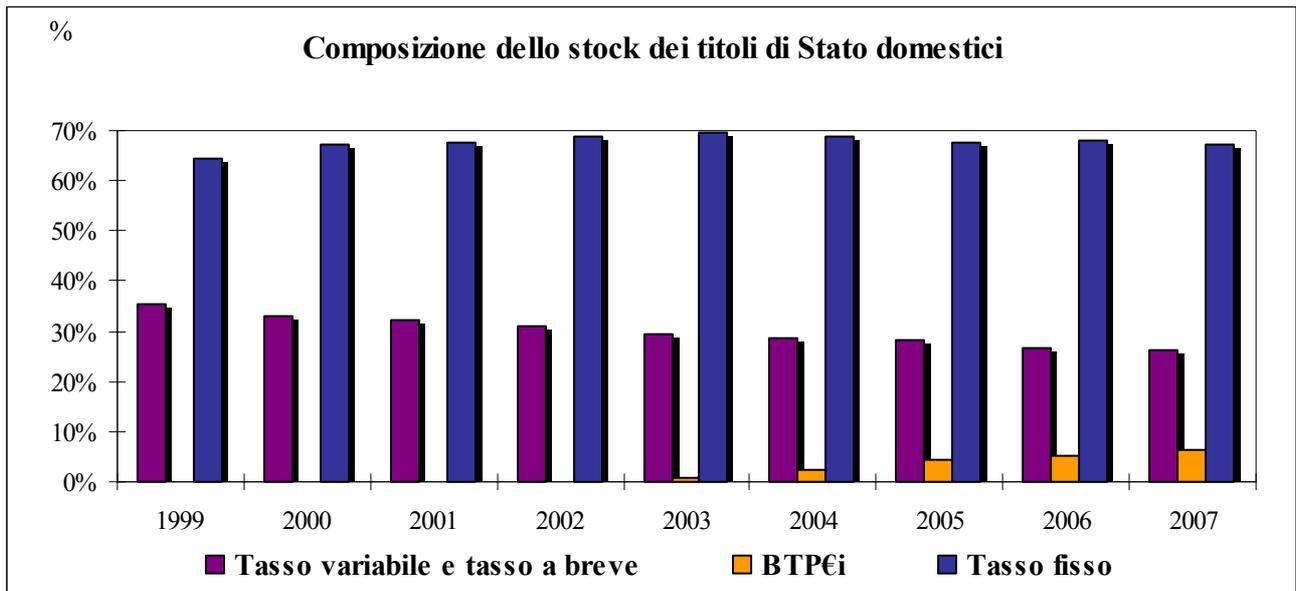


Grafico 15



2. Il programma delle emissioni per il 2008

L'impostazione alla politica di emissione e gestione del debito per il 2008 si porrà in sostanziale continuità con l'anno in corso. Gran parte delle emissioni sarà caratterizzata da principi di regolarità, trasparenza e prevedibilità. Il Tesoro, in altri termini, continuerà ad offrire i vari strumenti in base ad una tempistica prefissata dando ampia e preventiva comunicazione delle tipologie e della quantità dei titoli da collocare. Lo strumento di offerta principale rimarrà l'asta, che per le sue caratteristiche offre garanzie di accesso al mercato primario dei titoli di Stato per un'ampia gamma di operatori nazionali ed internazionali a condizioni di massima trasparenza ed uniformità.

Se dunque buona parte della necessità di finanziamento verrà soddisfatta mediante un programma di emissioni regolare su tutte le scadenze e tipologie di titoli, inclusi quelli indicizzati all'inflazione europea, tuttavia il Tesoro si riserva più ampi margini di flessibilità nell'offerta di strumenti a brevissimo termine, che per loro natura verranno utilizzati esclusivamente per la copertura di esigenze di cassa temporanee, così come nella scelta di quali titoli indicizzati all'inflazione proporre al mercato con frequenza regolare e continua. Inoltre, in base alle condizioni di mercato, in particolare per il comparto BTP, il Tesoro potrà valutare se ricorrere alla riapertura – anche via concambio - di titoli già in circolazione, diversi da quelli in corso di emissione, per rispondere ad esigenze di liquidità sul mercato secondario piuttosto che per contribuire a rendere più uniforme il profilo delle scadenze.

Più ampia flessibilità verrà invece adottata, come per gli scorsi anni, per le emissioni in valuta ed i piazzamenti privati, al fine di riuscire ad ottenere condizioni di costo relativamente più vantaggiose rispetto ai titoli del programma domestico.

Tutte le scelte di emissione e gestione del debito, sebbene assunte in relazione alle condizioni di mercato, saranno comunque coerenti con le esigenze del Tesoro di contenimento del costo del debito nel medio periodo, inoltre saranno ricondotte ad una strategia più generale volta a mantenere sotto controllo l'esposizione ai rischi finanziari.

Il programma di emissione dei titoli collocati mediante asta pubblica

Come di consueto le aste di collocamento dei titoli nominali (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). Da quest'anno il calendario riporta le date anche per le aste dei titoli indicizzati all'inflazione. In effetti, negli ultimi due anni le aste di questi strumenti sono state effettuate con elevata regolarità alla fine di ogni mese, nel giorno successivo all'asta BOT/CTZ e precedente quella di medio-lungo termine. Considerata la riuscita di questa scelta, si è ritenuto opportuno inserire l'asta relativa a tale tipologia di titoli direttamente nel calendario annuale. Pertanto in caso di cancellazione dell'asta, il Tesoro ne darà esplicita comunicazione.

Il calendario riporta, quindi, le date di annuncio, di asta e di regolamento delle diverse tipologie di titoli per tutto l'anno 2008.

Anche nel 2008 verranno, inoltre, pubblicati i Programmi Trimestrali di emissione, mediante i quali il Tesoro renderà noti agli investitori i nuovi titoli che verranno emessi nei tre mesi successivi con le relative date di godimento.

Segue, infine, il dettaglio delle scelte di emissione 2008 del Tesoro sui singoli strumenti.

Il comparto dei titoli nominali

I BOT e la gestione della liquidità: Le emissioni dei BOT continueranno ad essere condotte sulle scadenze tradizionali di tre, sei e dodici mesi. I BOT annuali verranno offerti con regolarità a metà di ogni mese e gli importi verranno determinati in funzione della domanda e delle condizioni di mercato.

Verrà poi garantita regolarità nelle emissioni mensili dei titoli semestrali, in relazione ai flussi in scadenza, nelle aste ordinarie come nelle riaperture riservate agli Specialisti, al fine di assicurare l'efficienza al mercato dei CCT. L'ammontare offerto in riapertura verrà deciso di volta in volta in relazione ai risultati osservati in asta e alle condizioni di mercato.

I titoli trimestrali, così come i BOT emessi con durate differenti da quelle standard (i cosiddetti BOT flessibili), saranno offerti sfruttando pienamente l'elasticità dello strumento in relazione alle esigenze di cassa.

Inoltre, nel 2008 il Tesoro continuerà ad avvalersi dello strumento delle *Commercial Paper* (CP), 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* verrà effettuato anche mirando ad incrementare la diversificazione degli investitori.

Nel 2008, infine, il Tesoro manterrà la propria presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine tramite asta o negoziazione bilaterale. Le operazioni potranno avere durata *overnight*, o maggiore, in relazione alle esigenze del Tesoro ed alle condizioni di mercato.

I CTZ 24 mesi

Il volume dei CTZ in scadenza nel 2008 è lievemente superiore per circa 2,5 miliardi di euro a quello del 2007. Questo consentirà al Tesoro di emettere regolarmente questo strumento durante l'anno senza tuttavia rinunciare all'obiettivo di continuare a ridurre la presenza all'interno dello stock del debito in circolazione. L'offerta di questo strumento, infatti, oltre a risultare di interesse per gli investitori istituzionali domestici, ha visto un interesse crescente di operatori europei, sebbene su livelli piuttosto contenuti.

I CCT

I CCT continueranno a rivestire un ruolo significativo per la strategia di finanziamento e di gestione del rischio di rifinanziamento del Tesoro. Se da un lato proseguirà l'impegno a ridurre la quota all'interno del debito in circolazione, in linea con quanto conseguito negli anni, allo stesso tempo il Tesoro modulerà le sue scelte di emissione e di gestione dello strumento al fine di contribuire all'efficienza del suo mercato secondario, tenendo anche conto dell'attuale fase di turbolenza dei mercati monetari. A tale scopo il titolo verrà offerto con regolarità nelle aste di fine mese e per quantitativi adeguati a preservare e migliorare le condizioni di liquidità dei singoli titoli. Essendo il volume in scadenza nel 2008 limitato – anche se superiore a quello dello scorso anno per circa 4,5 miliardi di euro – l'ammontare in circolazione al termine del 2008 non si discosterà significativamente da quello di fine 2007.

I BTP nominali a medio termine

I BTP a tre e dieci anni verranno offerti regolarmente nelle aste di fine mese, mentre il BTP a 5 anni verrà collocato con le aste di metà mese. Gli importi offerti saranno stabiliti in base alle condizioni di mercato, al fine di garantire efficienza ai collocamenti ed adeguati livelli di liquidità sul mercato secondario. Le scelte circa la tempistica di introduzione di nuovi titoli saranno effettuate in base all'esigenza di rendere sempre più omogeneo il profilo delle scadenze e di garantire a ciascun titolo una performance di liquidità soddisfacente sul mercato secondario e un'adeguata distribuzione presso gli investitori.

I BTP nominali a lungo termine

I BTP a quindici e trenta anni verranno offerti agli investitori in base alle condizioni di mercato. Anche nel 2008, infatti, il Tesoro si riserva di effettuare collocamenti su queste scadenze con maggiore flessibilità per tenere conto dell'evoluzione della domanda e delle negoziazioni sul mercato secondario. Per quanto riguarda i titoli in circolazione, il Tesoro si impegna a raggiungere volumi finali adatti a garantirne elevati livelli di liquidità. I titoli nuovi, come per gli scorsi anni, verranno invece introdotti sul mercato mediante sindacati di collocamento costituiti in presenza di condizioni di mercato tali da garantire un esito soddisfacente delle operazioni. Considerato il ruolo cardine che il segmento a lungo termine riveste ai fini della gestione dei rischi finanziari per il Tesoro, la presenza su questo comparto sarà anche mirata a preservare la posizione di *leadership* ormai consolidata sul mercato europeo in termini di liquidità ed ampiezza della gamma delle scadenze offerte.

Il comparto dei titoli indicizzati all'inflazione (i BTP€i)

I titoli indicizzati all'inflazione avranno molta importanza nella strategia di emissione del Tesoro. Considerata l'ampia gamma delle scadenze a disposizione, verranno garantite con regolarità aste mensili in cui, di volta in volta, saranno offerti quegli strumenti in circolazione che in quel momento avranno il migliore riscontro di mercato e che meglio risponderanno alle esigenze di gestione del debito del Tesoro. Le scelte di emissione saranno anche orientate ad assicurare liquidità sui diversi segmenti della curva reale, tenuto conto della tipicità di ciascuno di essi.

Per il lancio dei nuovi titoli la tecnica di emissione che di preferenza verrà adottata sarà l'asta pubblica per il comparto a 5 anni, considerata la positiva esperienza del 2007, mentre per i titoli con scadenza superiore sarà il sindacato di collocamento, considerati i benefici che questo sistema apporta in termini di qualità di penetrazione nei portafogli internazionali e di liquidità sul secondario. Nel mese in cui venisse effettuato un collocamento sindacato non si procederà, ovviamente, allo svolgimento dell'asta.

Infine si fa presente che, a partire dal 2008, diventerà anche operativa l'attività in *coupon stripping* su questi titoli. Sarà, infatti, possibile richiedere la separazione delle cedole reali e della componente indicizzata all'inflazione (cosiddetto *uplift*) dal mantello, espresso in termini nominali. In questo modo il Tesoro introduce un'importante innovazione, dal momento che il modello di separazione a tre componenti non trova riscontro in altri paesi, europei ed extraeuropei, che pure hanno una forte tradizione di emissioni di titoli governativi reali.

Operazioni di concambio e buyback

Anche nel 2008 le operazioni di concambio e *buyback* saranno utilizzate dal Tesoro per gestire il rischio di rifinanziamento, favorire condizioni di efficienza sul mercato secondario dei diversi strumenti e modulare lo stock complessivo dei titoli di Stato in circolazione.

Periodicità delle aste

Come ogni anno, di seguito viene riportato lo schema di illustrativo della tempistica con cui gli strumenti fin qui descritti verranno mensilmente offerti al mercato mediante asta.

Tabella 1: Periodicità delle Aste

	<i>Aste Metà Mese</i>	<i>Aste Fine mese</i>
<i>Bot Flessibili</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>3 mesi BOTi</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>6 mesi BOT</i>		X
<i>12 mesi BOT</i>	X	
<i>24 mesi CTZ</i>		X
<i>3 anni BTP</i>		X
<i>5 anni BTP</i>	X	
<i>10 anni BTP</i>		X
<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>		X
<i>BTP€i</i>		X

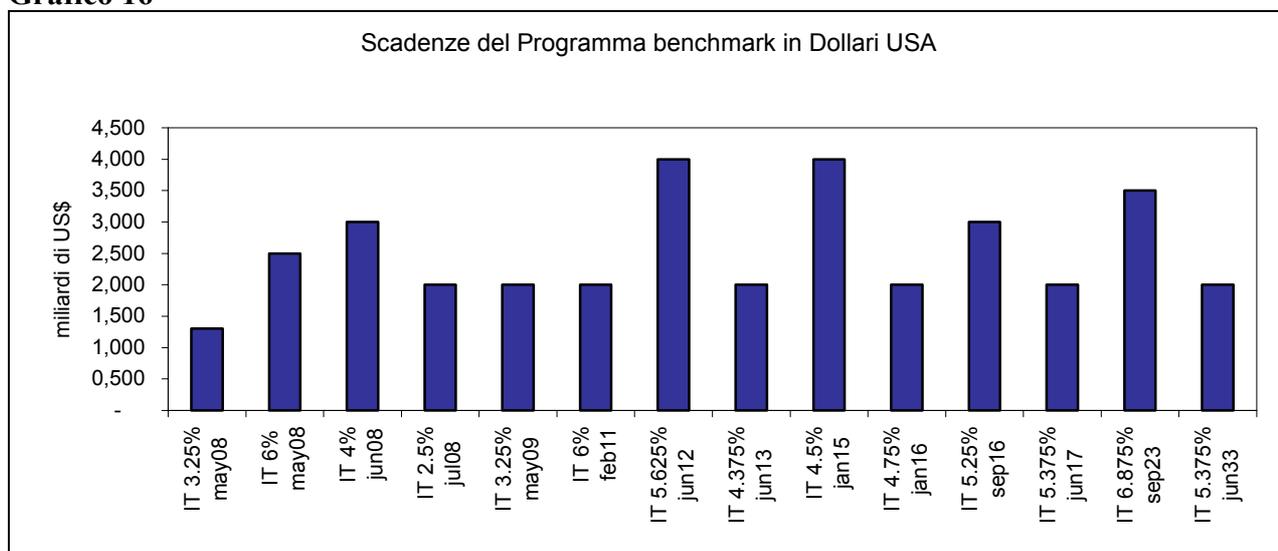
Il programma di emissione in valuta estera

Programma global benchmark in dollari USA

Per quanto riguarda il prossimo anno, si conferma l'intenzione di mantenere la presenza sul mercato del dollaro, pur senza un calendario di emissioni predeterminato, anche per far fronte all'ammontare in scadenza di titoli in valuta del 2008.

Naturalmente le condizioni di finanziamento saranno determinanti per l'ampiezza della partecipazione in questo mercato.

Grafico 16



Attività di emissione sugli altri mercati

In virtù della loro natura, le emissioni realizzate in euro o in altre valute, attraverso il programma EMTN, 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.
