

2010

Linee guida
della gestione del debito pubblico

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione Seconda



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico Anno 2010

Premessa

Durante il 2009 la crisi finanziaria internazionale ha continuato a produrre effetti significativi sull'intero mercato dei titoli governativi dell'area euro. La *performance* dei titoli di Stato italiani è stata fortemente influenzata, da un lato, dall'andamento dell'avversione al rischio sui mercati finanziari internazionali e quindi dalla globalità dei fattori congiunturali e strutturali che l'hanno determinato e, dall'altro, dalle condizioni di liquidità dell'euro-sistema conseguenti alle scelte di politica monetaria della Banca Centrale Europea. Quindi, come nel 2008, anche nel 2009 sono i fattori di instabilità internazionali ad aver guidato principalmente gli indicatori di *performance* dei titoli di Stato, a scapito di fattori domestici che, invece, appaiono aver svolto un ruolo meno significativo.

Nonostante tale contesto generale, caratterizzato da squilibri e condizioni di significativa instabilità sui mercati finanziari, il Tesoro ha continuato a garantire la copertura del fabbisogno del Settore Statale attraverso una politica di gestione del debito opportunamente calibrata in base all'evoluzione delle condizioni di mercato. Sono stati mantenuti ed affinati alcuni strumenti di flessibilità nel processo di svolgimento delle aste dei titoli già introdotti dalla fine del 2008, in aggiunta a scelte di emissione volte a perseguire gli obiettivi del Tesoro in un contesto di maggiore aderenza con le mutate condizioni dei mercati dei titoli governativi dell'area Euro. Il dialogo sempre più intenso con gli operatori del mercato ha consentito che i principi di trasparenza, prevedibilità e regolarità dei collocamenti del debito, pur con i dovuti adeguamenti, venissero confermati e attuati, a beneficio dell'emittente e degli investitori nel debito pubblico italiano.

Questo approccio è stato osservato anche quando, con il procedere dell'anno, le tensioni sui mercati si sono gradualmente allentate. A fronte di un progressivo miglioramento delle condizioni sul mercato interbancario e di un moderato aumento della liquidità delle contrattazioni sul mercato secondario, il Tesoro si è prontamente avvalso del mutato contesto per introdurre sul mercato anche strumenti il cui lancio è notoriamente più complesso, come due nuovi titoli nominali a tasso fisso sulle scadenze 15 e 30 anni e un titolo indicizzato all'inflazione europea sul segmento 30 anni. In questo modo è stato possibile garantire al mercato continuità delle emissioni su tutti i settori della curva dei rendimenti, consentendo al contempo all'emittente di conseguire in modo più efficace i suoi obiettivi strategici in termini di esposizione del bilancio dello Stato ai rischi di mercato.

Pur nella piena consapevolezza dell'imprevedibilità delle dinamiche di mercato, le Linee Guida della gestione del debito per l'anno 2010 non potranno non tenere conto dei risultati raggiunti nell'anno che sta per chiudersi e delle politiche di gestione sottostanti.

Come lo scorso anno, anche in questo l'illustrazione dettagliata della gestione del debito del 2009 viene rimandata ad un documento di approfondimento che verrà pubblicato nei primi mesi dell'anno 2010.

Il programma delle emissioni per il 2010

Introduzione

Con la seconda metà del 2009 l'avversione al rischio sui mercati è gradualmente diminuita sebbene seguendo un percorso piuttosto discontinuo. Sul mercato secondario dei titoli di Stato gli scambi sono tornati a salire ed è migliorata l'efficienza delle quotazioni, ma il quadro complessivo non sembra ancora immune da profili di fragilità che necessitano di un costante monitoraggio. Al fine di garantire continuità alla politica di emissione del debito in quanto a regolarità, trasparenza e prevedibilità, le scelte di emissione saranno nel loro complesso indirizzate a consolidare i risultati raggiunti in termini di esposizione al rischio di tasso e di rifinanziamento, in un quadro di contenimento del costo del debito nel medio periodo, compatibilmente con l'evoluzione dei tassi di interesse che caratterizzerà l'area dell'euro.

Anche nel 2010, pertanto, larga parte delle emissioni continuerà ad essere rappresentata dai titoli in corso di emissione (cosiddetti titoli *on-the-run*), sulla base del tradizionale Calendario Annuale delle Aste e del Programma di Emissioni pubblicato trimestralmente¹. Quando le condizioni di mercato lo renderanno necessario ed in funzione della situazione di liquidità dei singoli titoli, il Tesoro si riserverà la possibilità di offrire anche titoli non più in corso di emissione (cosiddetti titoli *off-the-run*). Come avvenuto durante il 2009, le scelte sui titoli *off-the-run* da riaprire saranno dettate, in coerenza con gli obiettivi generali della gestione del debito sopra richiamati, da un insieme di valutazioni, che andranno dalla necessità di contribuire all'efficienza delle negoziazioni su singoli titoli o segmenti della curva dei rendimenti all'analisi del profilo della domanda per i vari strumenti offerti dal Tesoro.

Per le sue caratteristiche di trasparenza e uniformità di accesso al mercato primario delle emissioni del Tesoro, le aste rimarranno lo strumento principale di collocamento dei titoli di Stato. Grazie

¹ Come in passato, entrambi questi documenti sono accessibili dal sito MEF del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it).

anche alle recenti innovazioni tecnologiche introdotte, infatti, il sistema d'asta continua a garantire condizioni di massima efficienza dei collocamenti in termini di esecuzione e rischio operativo.

Le aste dei titoli a medio-lungo termine continueranno a svolgersi in base al principio della fissazione discrezionale da parte del Tesoro della quantità collocata all'interno di un intervallo comunicato nell'annuncio. Tale intervallo sarà riferito al singolo titolo nel caso di emissioni *on-the-run*, mentre nel caso di emissioni *off-the-run* riguarderà complessivamente i titoli offerti nella medesima tornata d'asta. A fare eccezione a questa regola saranno esclusivamente i titoli indicizzati all'inflazione dell'area euro (BTP ∞), per i quali l'intervallo della quantità in offerta comprenderà tutti i titoli proposti nella medesima tornata d'asta, siano essi *on-the-run* o *off-the-run*.

In continuità con le scelte degli ultimi anni, anche nel 2010 la procedura di emissione basata sul meccanismo della sindacazione verrà utilizzata per l'introduzione dei nuovi *benchmark* nominali a lungo termine (BTP con scadenze superiori ai dieci anni) e dei nuovi titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (BTP ∞).

Per quanto attiene al comparto dei CCT, il Tesoro continuerà a garantire il buon funzionamento del mercato mediante un'opportuna strategia di gestione delle emissioni e di monitoraggio del mercato.

Gli strumenti del mercato monetario, quali i BOT trimestrali o con scadenze non standard (i cosiddetti BOT flessibili) e le *Commercial Paper*, saranno indirizzati a garantire la copertura delle esigenze di cassa temporanee, mentre verrà garantito lo svolgimento regolare del programma di emissione dei BOT semestrali ed annuali, il cui ruolo, consistente nel rendere compatibile un accesso efficiente agli strumenti di medio lungo termine con l'evoluzione del fabbisogno di cassa dello Stato, rimane fondamentale.

Le emissioni in valuta, in primo luogo sul mercato del dollaro in formato Global, ed i piazzamenti privati, così come per gli scorsi anni, mireranno a confermare la presenza del Tesoro sui mercati internazionali e ad ampliare la platea degli investitori; le decisioni di emissione saranno determinate sia dalle condizioni di domanda che da quelle di riduzione del costo di finanziamento e saranno caratterizzate da un approccio ampiamente flessibile in termini di tempi e modalità di emissione.

Infine va ribadito come tutte le scelte di indebitamento del Tesoro saranno significativamente condizionate dall'esigenza di continuare a garantire liquidità ed efficienza al mercato secondario in modo da offrire agli investitori, siano essi istituzionali o *retail*, prodotti che agevolino effettivamente le loro scelte di investimento e assicurino la possibilità di realizzare in modo efficace le loro strategie di portafoglio.

Il programma di emissione dei titoli collocati mediante asta pubblica

Il mercato continuerà ad essere informato circa le aste dei titoli nominali e dei titoli indicizzati all'inflazione europea mediante il calendario annuale delle aste, già pubblicato sul sito della Direzione del Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro (www.debitopubblico.it) che riporta, oltre alle date d'asta, le date di annuncio e di regolamento delle diverse tipologie di titoli. Inoltre, al termine di ogni trimestre verrà pubblicato il Programma Trimestrale delle emissioni, in cui verranno resi noti i nuovi titoli che verranno introdotti sul mercato nel trimestre successivo insieme con i volumi minimi in circolazione che per ognuno di essi il Tesoro si impegna a raggiungere.

La cadenza delle emissioni non subirà modifiche significative. Mentre gli eventuali collocamenti dei BOT a 3 mesi verranno effettuati a metà mese, in base alle esigenze di cassa, i cosiddetti BOT flessibili potranno essere offerti per la stessa finalità indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese. I BOT a 6 mesi e i CTZ 24 mesi saranno, come di consueto, offerti regolarmente alla fine del mese, mentre per i BOT 12 mesi l'appuntamento rimane quello di metà mese.

Anche le emissioni di titoli *on-the-run* a medio lungo termine rispetteranno la cadenza ormai consolidatasi negli anni: i BTP a 3 e 10 anni nella tornata d'asta di fine mese mentre i BTP a 5 anni in quella di metà mese; i BTP sulle scadenze 15 e 30 anni saranno proposti nelle aste di metà mese in base alle condizioni della domanda e del mercato. Per le aste dei titoli *off-the-run* la tempistica di emissione sarà invece più flessibile: considerato il carattere di queste aste, la cui finalità è sostanzialmente legata all'esigenza di garantire un migliore funzionamento del mercato secondario andando incontro a specifiche esigenze della domanda, esse potranno tenersi alternativamente nella tornata d'asta di metà o fine mese.

Per i CCT verrà rispettata la periodicità di collocamento abituale, che li vuole in asta a fine mese insieme con i BTP a 3 e 10 anni.

Anche i titoli legati all'inflazione saranno proposti in un'apposita tornata d'asta alla fine di ogni mese secondo le date riportate nel Calendario Annuale. Tale regolarità verrà disattesa solo quando nello stesso mese il Tesoro avrà lanciato un nuovo titolo mediante sindacazione, oppure se le condizioni di mercato sono tali da richiedere una sospensione dell'offerta al fine di garantire un ordinato svolgimento delle negoziazioni sul mercato secondario.

Rimane tuttavia possibile che il Tesoro possa procedere, in casi del tutto eccezionali, alla riapertura di titoli in circolazione (sia di breve termine che di medio-lungo termine), al di fuori del suddetto

calendario: in tali evenienze, che potranno verificarsi solo per rispondere ad esigenze di liquidità e di domanda del mercato e dopo ampia consultazione con i partecipanti del medesimo, le aste saranno annunciate utilizzando i consueti canali di comunicazione.

La tabella 1 di seguito riportata riassume la periodicità delle aste per ogni strumento.

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 BOT</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>X</i>

* Per le categorie con asterisco va precisato che i titoli *off-the-run* ricadenti al loro interno in base al criterio della vita residua al momento dell'emissione potranno essere offerti nelle aste a medio/lungo termine diverse da quelle in tabella.

Il comparto dei titoli nominali

I BOT e la gestione della liquidità

Le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) continueranno ad essere condotte sulle scadenze tradizionali di 3, 6 e 12 mesi.

I BOT annuali e semestrali verranno offerti con regolarità, rispettivamente a metà e alla fine di ogni mese, e gli importi verranno determinati in funzione della domanda e delle condizioni di mercato. Per entrambe le scadenze, nel corso del 2010 il Tesoro continuerà ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato; quest'ultime, tradizionalmente previste per i semestrali, sono state estese ai BOT annuali a partire dal 2009.

L'ammontare offerto in riapertura sarà di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria; tale percentuale rappresenta comunque un valore minimo, che potrà essere eventualmente incrementato, dopo la chiusura dell'asta ordinaria, in relazione alle condizioni di mercato e alle esigenze di domanda espresse dagli operatori.

Nel calibrare le emissioni dei titoli semestrali il Tesoro porrà particolare attenzione perché sia assicurata l'efficienza al mercato dei CCT.

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.

Per quanto riguarda il funzionamento del mercato primario, l'asta competitiva rimarrà il sistema di collocamento di tutto il comparto BOT. Le emissioni continueranno a svolgersi tramite il sistema di asta inaugurato nel 2009, che prevede la presentazione delle offerte in termini di rendimento, anziché di prezzo, secondo la prassi prevalente sui mercati monetari dell'area euro.

Nel 2010 il Tesoro continuerà, inoltre, 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 CP sarà finalizzato anche ad incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine offerti dal Tesoro.

Durante il prossimo anno, infine, il Tesoro manterrà la propria presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul conto

disponibilità per il servizio di tesoreria (OPTES). Tali operazioni potranno svolgersi tramite asta o negoziazione bilaterale e avere durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato. Nel corso del 2010, il MEF, in accordo con la Banca d'Italia, potrà introdurre eventuali nuove modalità di svolgimento dell'operatività OPTES, anche alla luce della recente approvazione della legge di riforma del Bilancio dello Stato (la cosiddetta "Legge di Stabilità") e delle conseguenti novità che coinvolgeranno la gestione della Tesoreria e del Conto Disponibilità del Tesoro presso la Banca d'Italia.

I CTZ 24 mesi

A fronte di un volume in scadenza pari a quasi 30 miliardi di euro, superiore a quello del 2009 per oltre 5 miliardi di euro, il Tesoro offrirà al mercato volumi che dovrebbero portare il totale in circolazione in moderata crescita rispetto alla fine dell'anno in corso. Verrà garantita piena regolarità alle aste di fine mese, dove anche nell'anno che sta per chiudersi si è assistito ad un forte interesse da parte sia di investitori istituzionali domestici che di importanti *player* internazionali. I quantitativi offerti al mercato nelle singole aste saranno opportunamente calibrati in base anche all'evoluzione del quadro di politica monetaria che normalmente ha un impatto molto rilevante circa le scelte di investimento degli operatori su questo settore. Particolare attenzione verrà riservata all'evoluzione che, in questo contesto, presenterà la domanda proveniente dal comparto *retail*.

I CCT

Nel 2010 giungono a scadenza circa 37,7 miliardi di euro di CCT, un volume inferiore al 2009, anno durante il quale lo stock dei CCT in circolazione è stato ridotto significativamente. Per il 2010, rimarrà l'impegno costante dell'emittente a garantire il buon funzionamento del mercato sia in termini di politica di emissione che di gestione degli strumenti in circolazione, la cui liquidità continuerà ad essere costantemente monitorata ed analizzata sul mercato secondario all'ingrosso, in termini di scambi e quotazioni. In particolare, il BOT a 6 mesi continuerà ad essere offerto in volumi opportunamente calibrati in ogni singola asta in modo che il mercato dei CCT in circolazione continui a presentare standard di efficienza adeguati.

Complessivamente le emissioni saranno tali da bilanciare sostanzialmente le scadenze dell'anno.

Anche nel 2010 il Tesoro si riserva maggiore flessibilità nei titoli che verranno offerti al mercato, contemplando anche la possibilità di proporre strumenti *off-the-run* in base alle condizioni di

mercato. Come per gli *on-the-run*, la tipologia d'asta sarà quella marginale con la fissazione del prezzo valutata discrezionalmente dal Tesoro in base alla situazione del mercato secondario, all'interno di un intervallo di quantità in offerta precedentemente annunciato. Nel caso in cui nella stessa tornata d'asta venga emesso più di un titolo *off-the-run*, l'intervallo in offerta li comprenderà congiuntamente.

Come in passato, non mancherà l'impegno a garantire ampia diversificazione dei cicli cedolari e a raggiungere volumi finali dei titoli in circolazione idonei a mantenere adeguati livelli di efficienza del mercato secondario.

I BTP nominali a medio termine (3, 5 e 10 anni)

Verrà garantita completa regolarità alle aste dei BTP a tre e a dieci anni, offerti nei collocamenti di fine mese, mentre il BTP a 5 anni sarà proposto nelle aste di metà mese. Nella scelta degli importi offerti nelle aste mensili verranno valutate attentamente le condizioni di mercato, al fine di garantire un esito soddisfacente dei collocamenti, sia per gli investitori che per l'emittente, ed adeguati livelli di liquidità sul mercato secondario. L'introduzione dei nuovi titoli benchmark avverrà in base alle esigenze di contenimento del rischio di rifinanziamento mentre, soprattutto per il comparto a dieci anni, lo sviluppo del volume di circolazione di ogni titolo durante il programma delle aste verrà anche gestito in modo da contribuire all'efficienza del contratto *future* recentemente introdotto.

Come per il 2009, le aste marginali si svolgeranno con il criterio della fissazione discrezionale del prezzo sopra richiamata e si potrà ricorrere alla riapertura dei titoli *off-the-run* ove le condizioni di mercato lo richiedano e la strategia generale di gestione del debito lo consenta. Come per i CCT e a differenza del comparto BTP€₁, si continuerà a differenziare le emissioni dei titoli *on-the-run*, proposti singolarmente, da quelle degli *off-the-run*, il cui intervallo dei volumi offerti in asta li comprenderà congiuntamente.

I BTP nominali a lungo termine (15 e 30 anni)

Il settore dei BTP a lungo termine avrà un'importanza strategica per la politica di emissione del 2010. Sulla base dell'evoluzione delle condizioni di mercato e della curva dei rendimenti, il Tesoro sarà impegnato innanzitutto a sostenere la liquidità delle linee introdotte nel 2009 (titoli *on-the-run*) sulle scadenze a 15 e 30 anni. Nel proporre queste emissioni il Tesoro si riserva ampia flessibilità

nella scelta della scadenza da emettere nelle aste di metà mese, quando potranno essere riaperti anche titoli *off-the-run* a lungo termine al fine di soddisfare, compatibilmente con la strategia complessiva generale, le esigenze della domanda. Le modalità di svolgimento delle aste saranno analoghe a quelle del comparto BTP a medio termine sia per i titoli *on-the-run* che per gli *off-the-run*.

Nella misura in cui le condizioni di mercato lo rendano necessario e possibile, il Tesoro potrà lanciare anche nuovi titoli mediante sindacati di collocamento, strumento rivelatosi particolarmente efficace, anche in condizioni particolarmente volatili come quelle che hanno caratterizzato il 2009, per garantire un'ampia e immediata diffusione presso la clientela finale dei nuovi strumenti.

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

La politica di emissione dei BTP€i si porrà in continuità con quella degli anni scorsi, mediante collocamenti di norma mensili che potranno essere o via asta o, nel caso di nuovi titoli, via sindacato di collocamento. Nelle tornate d'asta mensili, le cui date sono ormai da alcuni anni pubblicate sul Calendario Annuale, il Tesoro potrà proporre uno o più titoli in base all'evoluzione della situazione di mercato per questo comparto. Sia nel caso di un solo titolo che in quello con più titoli, a differenza degli scorsi anni, il Tesoro annuncerà, analogamente ai titoli nominali, un intervallo di volumi in offerta all'interno del quale verrà fissato discrezionalmente il prezzo marginale e la conseguente quantità allocata per ogni singolo titolo. Viene quindi superato il sistema precedente in base al quale in ogni tornata d'asta ogni titolo veniva offerto singolarmente con l'annuncio del quantitativo massimo in emissione. Dal 2010 negli appuntamenti d'asta di fine mese potranno quindi essere proposti uno o più titoli (siano essi *on-the-run* o *off-the-run*) con l'indicazione di un intervallo in offerta aggregato.

La strategia del Tesoro sul comparto sarà volta a consolidare la quota di tali titoli nello stock del debito. Tenendo anche conto della scadenza di settembre, quando giungerà a rimborso il secondo BTP€i quinquennale lanciato dal Tesoro, il volume complessivo delle emissioni sarà tale da garantire l'obiettivo di cui sopra compatibilmente con le condizioni di mercato. L'offerta verrà distribuita sulle varie linee in modo contribuire alla liquidità dell'intera curva dei rendimenti reali, anche mediante il lancio di nuovi titoli su punti della curva dell'inflazione europea attualmente non coperti. In questo senso l'attenzione si rivolgerà in particolare verso quelle aree su cui attualmente insistono titoli con un circolante tale da richiedere la chiusura degli stessi, tenuto conto del rischio di rifinanziamento e delle preferenze degli investitori.

Operazioni di concambio e buyback

Nel 2010, come negli scorsi anni, il Tesoro potrà ricorrere alle operazioni di concambio e riacquisto per gestire il rischio di rifinanziamento, rimodulando il profilo delle scadenze e favorendo al contempo la liquidità e l'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato.

Il Tesoro valuterà di volta in volta se svolgere tali operazioni sul mercato primario, avvalendosi della procedura d'asta gestita dalla Banca d'Italia, o sul mercato secondario regolamentato, per mezzo del sistema telematico di negoziazione.

Il programma di emissione in valuta estera

Programma global benchmark in dollari USA

Nel corso del prossimo anno, il Tesoro, compatibilmente con le condizioni dei mercati finanziari, della domanda e della convenienza economica, continuerà a mantenere la propria presenza sul mercato del dollaro, con emissioni in formato Global, di ammontare pari ad almeno 2 miliardi di dollari USA, su uno o più punti della curva dei rendimenti.

Attività di emissione sugli altri mercati

Il programma *Medium Term Note* per le emissioni non "domestiche", in euro o in altre valute, continuerà ad essere utilizzato nel corso del 2010, sia in formato pubblico sia tramite i piazzamenti privati, qualora se ne presenti l'opportunità. Questo programma tende a soddisfare la domanda proveniente principalmente da investitori istituzionali. L'opportunità di emissioni sarà valutata in relazione alle condizioni di mercato.

Per i piazzamenti privati, si valuteranno le proposte ricevute a fronte della domanda da parte di uno o più investitori istituzionali e le scadenze considerate non potranno essere inferiori ai 3 anni, mentre l'importo minimo negoziabile dovrà essere pari ad almeno 500.000 euro, per un nominale di norma non inferiore ai 200 milioni di euro equivalenti. Il Tesoro valuterà se procedere o meno con queste emissioni verificando la riduzione del costo di finanziamento rispetto alla curva BTP ed evitando possibili sovrapposizioni con le emissioni pubbliche.