

Linee guida della gestione del debito pubblico



*Analisi della gestione del debito
nel 2008*

Introduzione

Il presente documento, come annunciato nelle Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2009, illustra i risultati conseguiti durante l'anno 2008 nella gestione del debito pubblico rappresentato dai titoli di Stato.

L'emissione e la gestione dei titoli di Stato è competenza della Direzione II del Dipartimento del Tesoro, che opera in stretto dialogo e interlocuzione con gli investitori e gli altri partecipanti al mercato al fine di garantire la copertura del Fabbisogno del Settore Statale a condizioni di costo considerate adeguate in un contesto di limitata esposizione ai rischi di mercato.

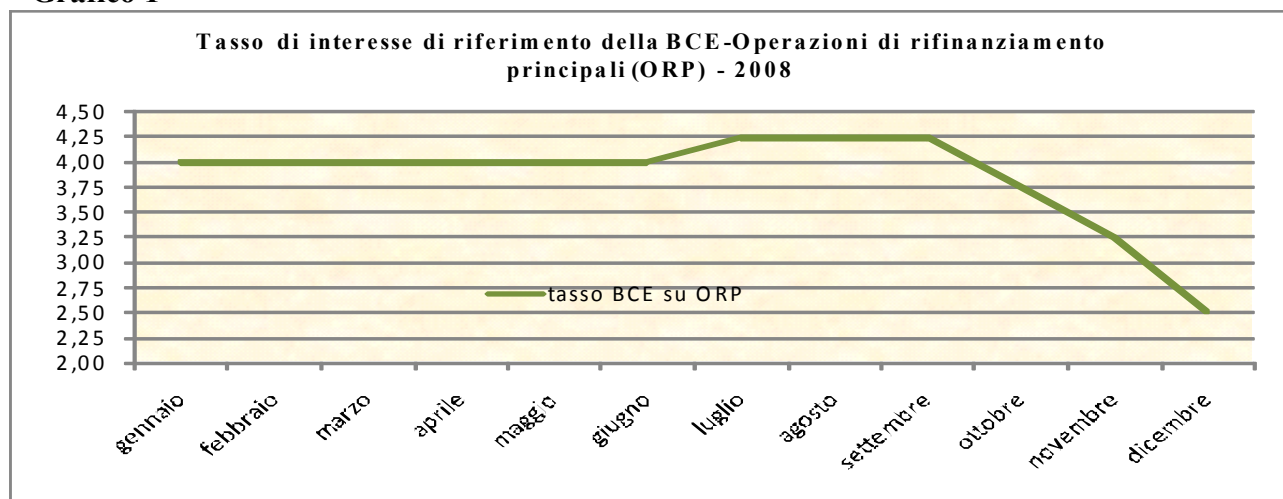
Alla fine del 2008 lo stock dei titoli di Stato in circolazione è stato pari a 1,356.207,50 milioni di euro, in salita del 5,25% rispetto alla fine del 2007. In rapporto al debito complessivo delle Pubbliche Amministrazioni, alla fine del 2007, tale stock rappresentava circa l'81%, quota che non dovrebbe variare significativamente al termine del 2008.

1. Il contesto di mercato

a) L'andamento dei Mercati Obbligazionari e dei titoli governativi dell'area euro nel 2008

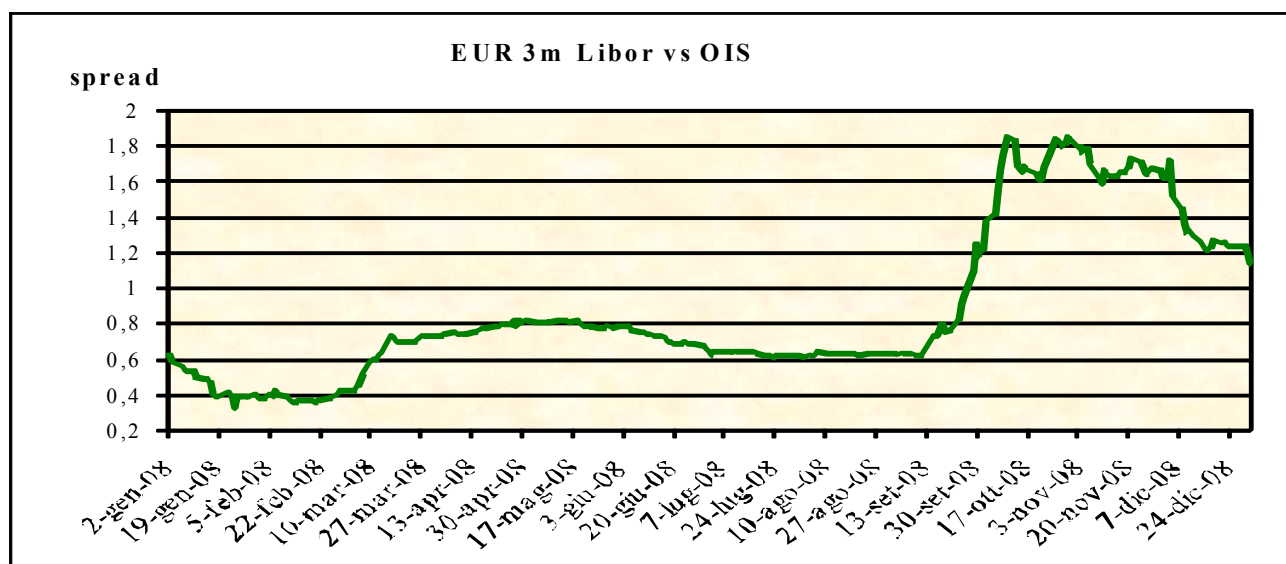
Nella prima metà del 2008 il regime di politica monetaria dell'area euro è rimasto sostanzialmente restrittivo per fronteggiare un contesto di inflazione crescente e su livelli superiori a quello dell'obiettivo annunciato dalla BCE al 2%. Nel mese di luglio l'inflazione dell'area euro aveva infatti raggiunto il 4%, in rapida ascesa rispetto al 3,2% del mese di gennaio, spingendo l'autorità monetaria dell'area euro ad un incremento del tasso principale di riferimento - applicato alle operazioni di rifinanziamento principale dell'Eurosistema - fino al 4,25% (grafico 1), anche al fine di limitare i cosiddetti effetti "di secondo livello" (ossia di trasferimento sui prezzi finali dei più elevati costi energetici).

Grafico 1



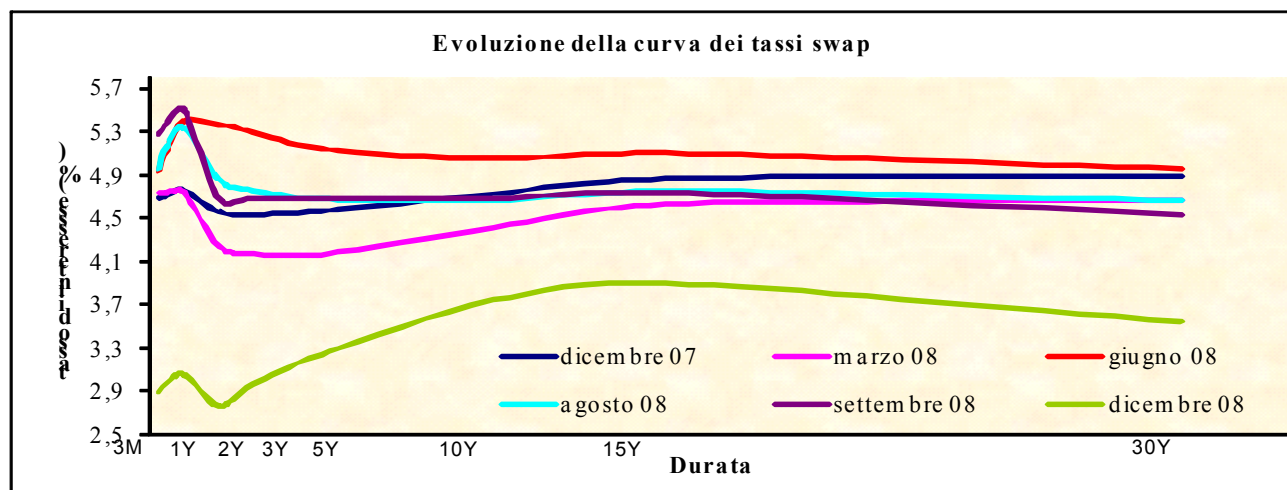
I mercati monetari hanno continuato a riflettere la crisi di fiducia sul segmento interbancario con i tassi *euribor* sulle diverse scadenze inferiori all'anno ampiamente al di sopra dei tassi sui contratti swap sull'*eonia* alle medesime scadenze. Se infatti nelle prime settimane dell'anno fino a febbraio lo spread tra i due tassi sulla scadenza 3 mesi si era ridotto di circa 70 punti base arrivando fino a 30, nei mesi successivi la situazione era tornata nuovamente in tensione, con lo spread salito a 80 punti base a maggio e tornato stabile intorno ai 60-80 punti base fino a settembre (grafico 2). L'evidente dislocazione sui mercati monetari, pur essendo oggetto di continui interventi di iniezione di liquidità da parte della BCE volti a ridurla, ha condizionato fortemente la forma della curva dei rendimenti europea determinando una chiara inversione nel segmento 3 mesi-2 anni per tutto il periodo in questione.

Grafico 2



Sebbene nello stesso periodo (gennaio – settembre) in termini assoluti i tassi di interesse sul segmento 2-30 anni non abbiano fatto registrare movimenti molto significativi, il differenziale dei tassi tra queste due scadenze è stato fortemente condizionato dalle scelte di politica monetaria: fino al mese di marzo lo spread 2-10 anni è progressivamente salito per poi ridursi sensibilmente in virtù del consolidamento delle aspettative di un rialzo dei tassi da parte della BCE, poi verificatosi effettivamente a luglio; quello 10-30 anni ha seguito un comportamento analogo divenendo anche negativo verso la metà dell'anno quando il mercato ha dovuto repentinamente riadattare le aspettative circa le scelte di politica monetaria da ribassiste in rialziste (grafico 3).

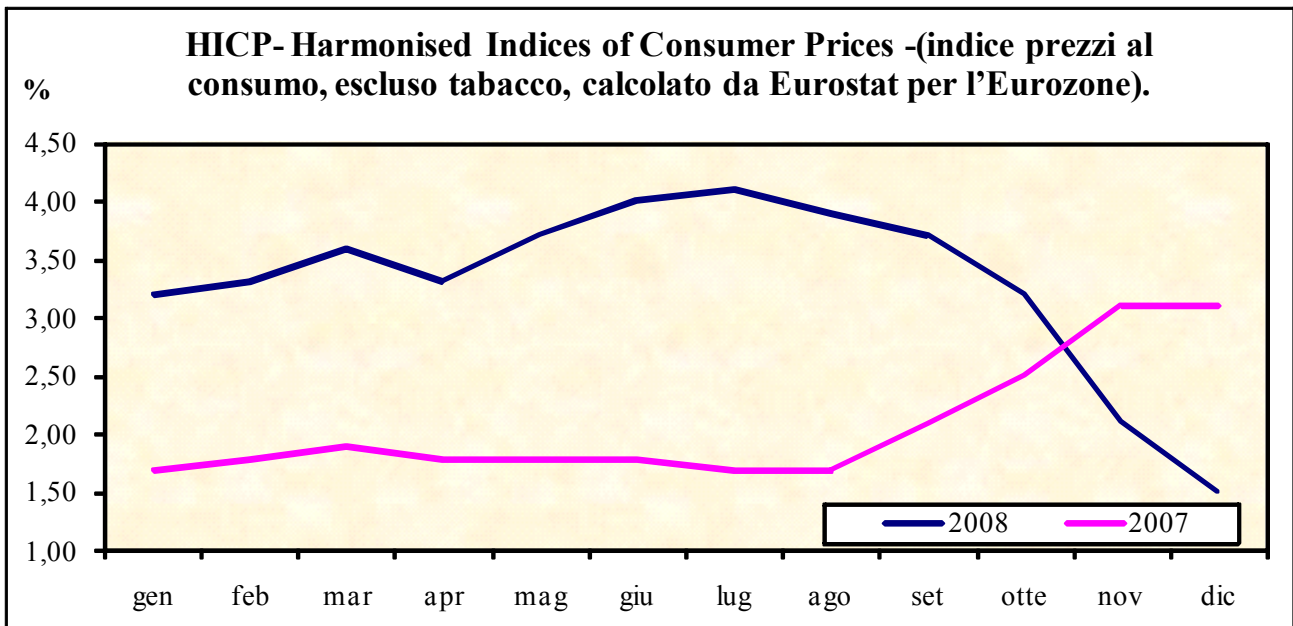
Grafico 3



Nello stesso periodo la volatilità dei mercati, sebbene con qualche discontinuità, è rimasta sostenuta sui livelli raggiunti dopo l'inizio della crisi dei sub-prime (agosto 2007). Ciò, insieme con le disfunzioni esistenti sui mercati monetari, ha contribuito a rendere i mercati dei titoli governativi dell'area euro meno liquidi, portando ad una progressiva riduzione dei volumi scambiati.

Con il mese di settembre la crisi finanziaria internazionale è entrata nella sua fase più acuta per via del fallimento della banca d'investimento *Lehman Brothers Ltd* e a cui hanno fatto seguito gli interventi del Tesoro americano e della Federal Reserve per evitare il fallimento di altre rilevanti istituzioni finanziarie. Ciò ha dato luogo ad un significativo peggioramento delle condizioni dei mercati monetari, con lo spread tra *euribor* a 3 mesi e contratto swap su *eonia* con la stessa scadenza salito ad oltre 180 punti base (grafico 2), si è assistito ad un aumento senza precedenti della volatilità su tutti i segmenti dei sistemi finanziari e ad un forte deterioramento della situazione del credito all'economia. L'autorità monetaria europea, oltre a tutta una serie di misure repentinamente adottate per contrastare una situazione di sostanziale paralisi dei mercati monetari, ha impresso una svolta molto ampia al ciclo di politica monetaria ricorrendo a significative e continue riduzioni del tasso di rifinanziamento principale fino a portarlo al 2,5% nel mese di dicembre (grafico 1), in virtù anche del fatto che la drastica riduzione dei prezzi energetici e il consolidamento delle aspettative circa l'impatto della crisi finanziaria sull'economia reale stavano dando luogo ad un veloce e sostanzioso calo dell'inflazione nell'area euro (che in poco più di 5 mesi passa dal 4% all'1,5% di dicembre, grafico 4).

Grafico 4



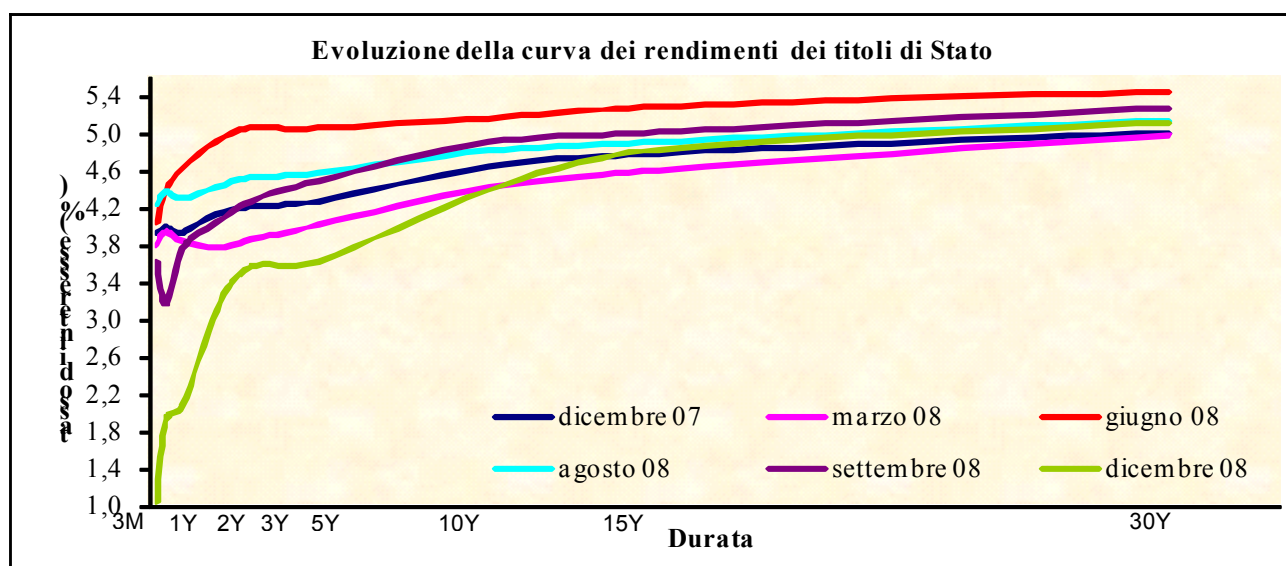
Come spesso accade in queste situazioni di aumento della percezione del rischio sistemico, si è assistito in quei mesi ad un brusco abbattimento dei rendimenti nell'area euro su tutte le scadenze ma anche a repentini mutamenti della forma della curva dei rendimenti con aumenti improvvisi della pendenza nei momenti in cui il processo di *fly to quality* è stato più intenso. Questo ha sicuramente beneficiato tutti gli emittenti di debito pubblico dell'area euro, che hanno visto una rilevante riduzione dei costi di accesso al mercato, anche se ovviamente non in modo uniforme. I paesi a più elevato rating e con migliore stato delle finanze pubbliche hanno visto ridursi i rendimenti in modo più massiccio con un conseguente ampliamento dei differenziali rispetto ai paesi con rating più basso e con condizioni di debito e deficit problematiche meno virtuose.

La crisi ha invece influenzato in modo molto rilevante i mercati secondari dei titoli di Stato di tutti i paesi dell'area euro in termini di sensibili riduzioni dei volumi scambiati e ulteriore allargamento delle quotazioni denaro/lettera. I principali fattori alla base di questo fenomeno sono stati e sono tuttora da un lato le difficoltà di bilancio incontrate dalla gran parte delle banche di investimento, che le hanno indotte a ridimensionare la loro attività di quotazione e scambio, e dall'altro l'intrinseca maggiore volatilità dei mercati. In questo contesto è divenuto oggettivamente più difficile e costoso vendere e acquistare titoli sui mercati secondari rendendo quindi anche i collocamenti sul mercato primario più onerosi e caratterizzati da maggiore complessità sotto il profilo dell'esecuzione.

b) L'andamento dei titoli di Stato italiani

I titoli di Stato italiani, al pari dei titoli emessi dalla gran parte degli emittenti dell'area euro, sono stati ovviamente investiti dalle conseguenze della crisi finanziaria internazionale. In continuità con quanto accaduto nel 2008, i rendimenti sui titoli sono rimasti stabili o in diminuzione fino al mese di marzo, quando le aspettative di una politica rialzista della BCE si sono fatte più consistenti. Da quel momento in poi tutti i tassi sui titoli della parte a breve e intermedia della curva hanno seguito una tendenza ad un sensibile rialzo che si è arrestata solo durante l'estate quando si è cominciato a percepire il possibile impatto sull'economia reale della crisi finanziaria. Gli eventi seguiti al mese di settembre hanno ovviamente innescato una corsa senza precedenti verso gli strumenti emessi dal Tesoro a più breve termine, con una conseguente massiccia riduzione dei tassi di mercato su tali scadenze. A dicembre 2008, infatti, tutti i tassi fino a 1 anno erano sotto il 2% mentre sulle scadenze oltre i 10 anni si registravano tassi in linea con quelli della fine del 2007 a testimonianza di un netto riposizionamento degli operatori verso strumenti meno rischiosi (grafico 5).

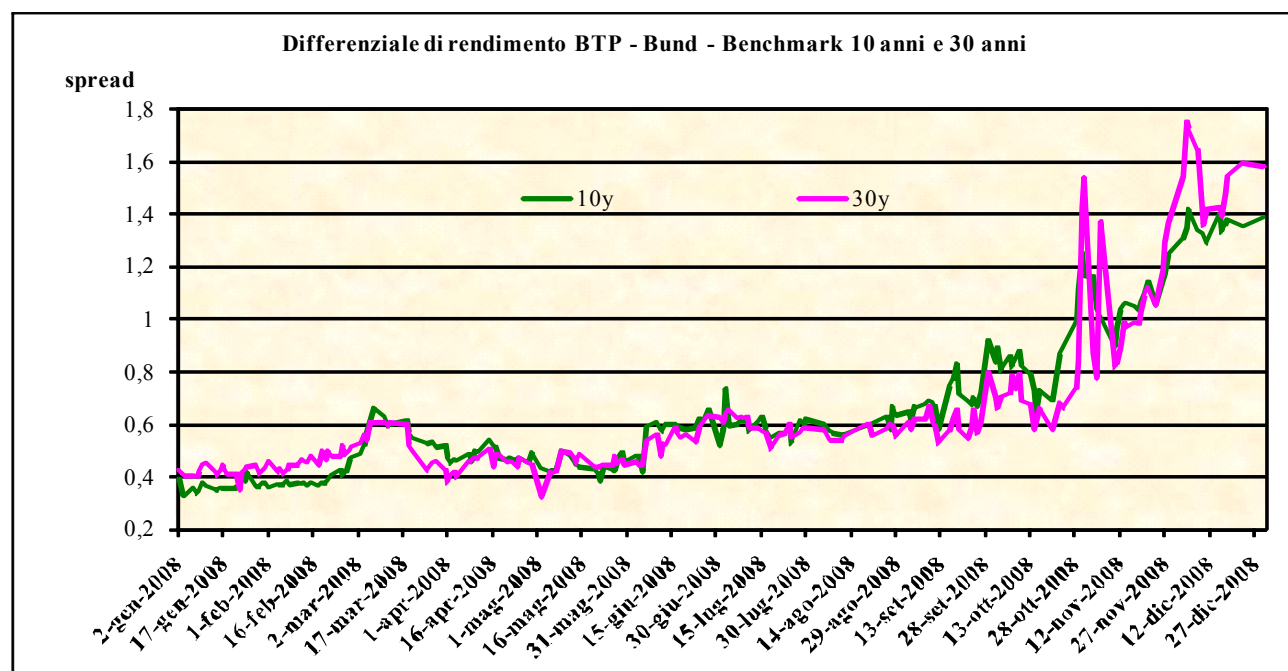
Grafico 5



Se si fa eccezione per un breve periodo durante il mese di marzo, i differenziali di rendimento contro la Germania, sono rimasti in linea con i livelli di fine 2007 fino al mese di maggio (grafico 6). In altri termini fino a tale mese la performance relativa dei titoli italiani rispetto all'emittente governativo di riferimento dell'area euro, la Germania, è rimasta sostanzialmente stabile. Con il mese di giugno lo spread ha iniziato un percorso di allargamento che in una prima fase è stato graduale e limitato mentre successivamente, con l'aggravarsi della crisi finanziaria internazionale, ha raggiunto livelli particolarmente elevati (a dicembre 2008 lo spread sul 10 anni è stato pari 140 punti base mentre quello sulla scadenza 30 anni ha raggiunto circa i 160 punti base). Sebbene in termini percentuali (un incremento di circa 3 volte e mezzo i livelli di maggio 2008) questo fenomeno sia risultato inferiore o al più in linea con quanto accaduto per la totalità degli altri paesi dell'area euro rispetto ai titoli tedeschi, tuttavia esso rappresenta indubbiamente una delle

conseguenze più rilevanti dei cambiamenti che hanno investito i mercati finanziari, soprattutto per quanto concerne la propensione al rischio degli investitori. D'altra parte il notevole incremento della volatilità sui mercati ha non solo contribuito ad alimentare questo processo di progressivo allargamento dei differenziali di rendimento tra i paesi dell'UME, ma ne ha anche significativamente ampliato le oscillazioni rendendo via via meno significative le rilevazioni puntuali.

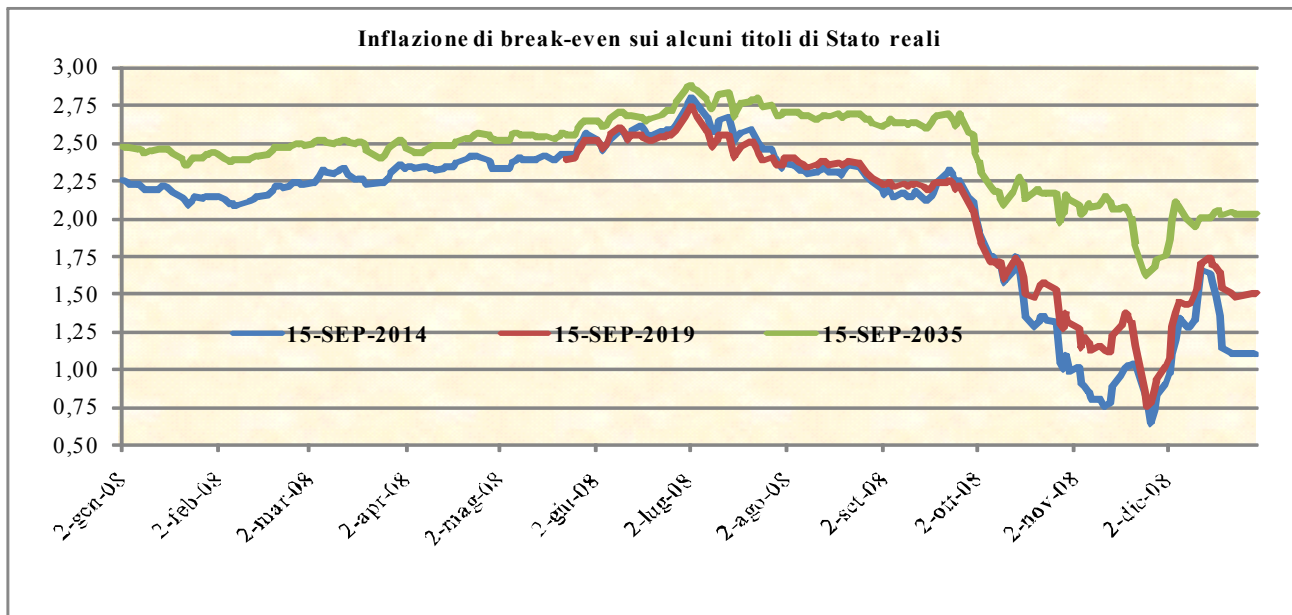
Grafico 6



La crisi finanziaria e poi economica ha avuto conseguenze anche su altri importanti segmenti del debito italiano.

Per quanto riguarda i titoli indicizzati all'inflazione europea, i BTP*Ei*, soprattutto nella parte finale dell'anno, quando le aspettative di inflazione sono state riviste marcatamente al ribasso, tutto il mercato dei titoli reali europei, incluso quello italiano, è entrato in significativa sofferenza a seguito delle scelte di portafoglio degli operatori in uscita repentina e significativa da questo comparto. L'analisi delle serie storiche dei livelli dell'inflazione di *break-even* sui principali titoli italiani del settore consente chiaramente di apprezzare come parallelamente alla caduta dell'inflazione, rilevata mese dopo mese a partire da luglio 2008, anche le aspettative di inflazione incorporate in questi titoli (se si fa eccezione per quelli a più lungo termine) hanno fatto registrare una flessione molto pronunciata che si è arrestata solo nel mese di dicembre, quando il mercato è sembrato aver trovato un nuovo livello di equilibrio, in un contesto generale di mercato caratterizzato da inflazione bassa e decrescente.

Grafico 7



Anche il segmento dei CCT ha risentito significativamente della crisi. Uno dei fattori che ne ha favorito la forte discesa dei corsi durante il periodo che va da settembre fino all'inizio del mese di dicembre è stato l'acutizzarsi della dislocazione sul mercato monetario che, come sopra ricordato, ha visto una crescente divaricazione tra i tassi interbancari (come l'*euribor*) e quelli su strumenti maggiormente garantiti, come i contratti swap sull'*eonias* (il tasso overnight) o i titoli a breve e brevissimo termine emessi dagli stati sovrani, come i BOT. Essendo i CCT indicizzati alla performance di questi ultimi in asta, in un mercato europeo e nazionale di titoli *floaters* caratterizzato dalla presenza prevalente di strumenti indicizzati ai tassi *euribor*, inevitabilmente processi di arbitraggio hanno determinato un *repricing* al ribasso dei CCT che si è arrestato solo quando le tensioni sui mercati monetari hanno iniziato ad allentarsi durante le ultime settimane dell'anno.

Sebbene in un contesto particolarmente difficile come quello descritto nella precedente sezione, anche nel 2008 i titoli di Stato italiani hanno continuato a garantire condizioni di liquidità soddisfacenti rispetto a quelle presenti su altri mercati. Nelle fasi di maggiore tensione l'assetto organizzativo del mercato secondario italiano e le scelte di politica di emissione hanno consentito che l'intera gamma dei titoli di Stato potesse essere sempre negoziata in base a quotazioni continuamente presenti ed eseguibili. Nonostante la crisi abbia profondamente ridisegnato da un lato la composizione dei partecipanti al mercato dei titoli di Stato, con un forte ridimensionamento del ruolo degli operatori operanti principalmente a leva, e dall'altro abbia determinato una profonda revisione della modalità e dei criteri di partecipazione degli altri operatori, ancora oggi il mercato italiano continua ad essere percepito come uno dei mercati con costi di negoziazione più contenuti.

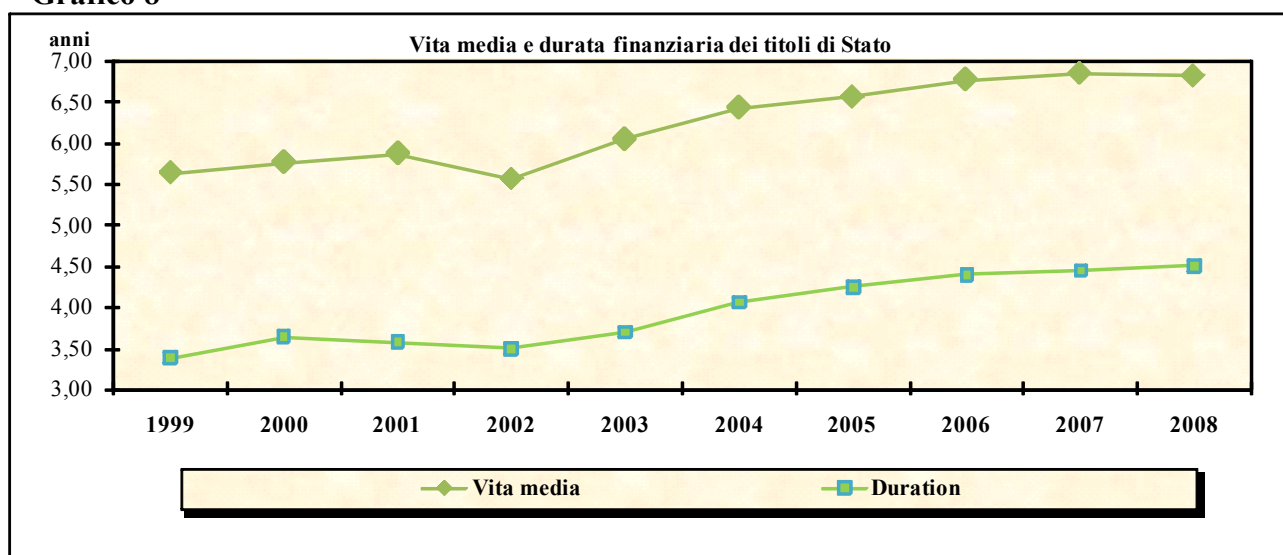
2. I risultati raggiunti dalla gestione del debito

a) L'evoluzione del costo e dei rischi

La politica di emissione attuata dal Tesoro nel corso del 2008 ha continuato ad avere come obiettivi il contenimento dell'esposizione al rischio di rifinanziamento e al rischio di tasso di interesse, tenendo presente il costo del servizio del debito.

Al termine del 2008, il dato relativo alla vita media complessiva dei titoli di Stato (grafico 8), pari a 6,82 anni, si è confermato in linea con quello al termine del 2007, pari a 6,85 anni; la durata finanziaria del debito si è attestata a fine 2008 a 4,51 anni, in crescita rispetto al dato del 2007 (4,45 anni) e confermando il graduale incremento degli ultimi anni. Anche l'*Average Refixing Period*¹, calcolato relativamente ai soli titoli di Stato del programma domestico, sembra confermare tale tendenza: a fine 2008 l'indicatore è risultato pari a 5,63 anni, sostanzialmente stabile rispetto al dato quello calcolato al 31 dicembre 2007 (5,66 anni).

Grafico 8

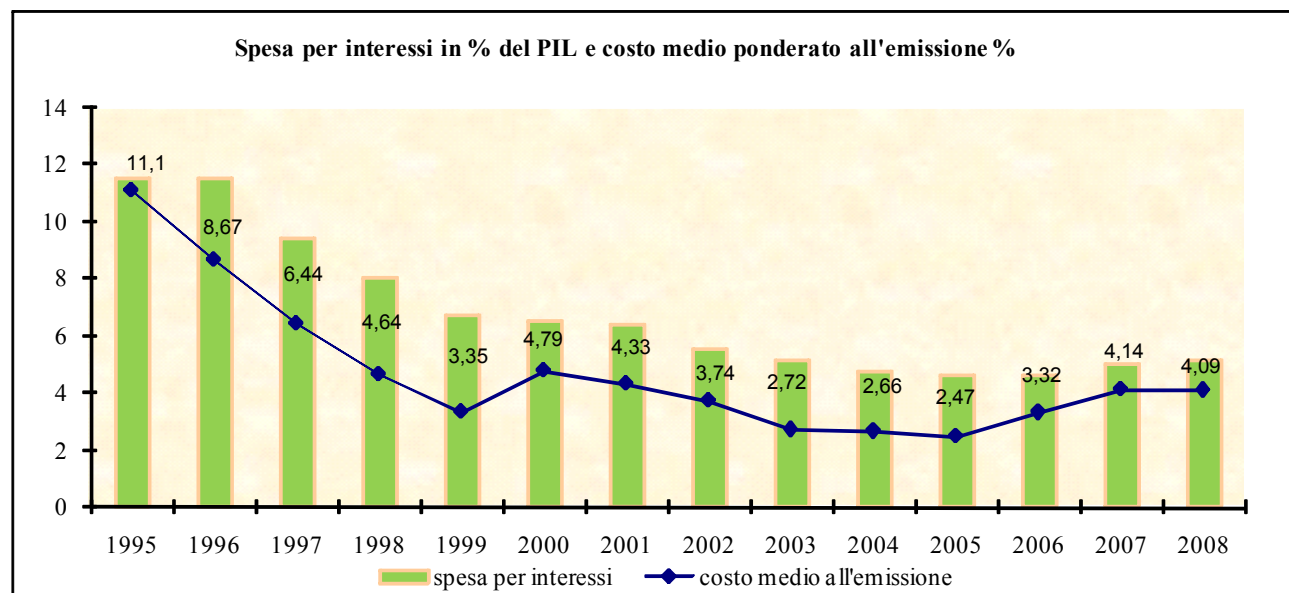


Il costo medio ponderato delle emissioni nel 2008 (grafico 9) è risultato pari al 4,09%, di poco inferiore rispetto a quello registrato nel 2007 (4,14%), ma in leggero aumento rispetto al valore medio del quinquennio precedente. Ciò è spiegabile con il movimento al rialzo del livello generale dei tassi di interesse iniziato nel 2006 e proseguito fino alla prima metà del 2008. L'effetto complessivo sul costo all'emissione nel 2008 è spiegato dalla veloce riduzione dei rendimenti sul tratto a breve della curva, in seguito alle decisioni (e alle relative aspettative del mercato) di taglio dei tassi adottate dalla BCE nell'ultimo trimestre dell'anno su cui ha inciso in particolare il minor

¹ 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 cedola successiva.

costo all'emissione registrato per i BOT, anche a seguito del forte aumento della domanda, soprattutto da parte della clientela al dettaglio.

Grafico 9



Il rischio di interesse

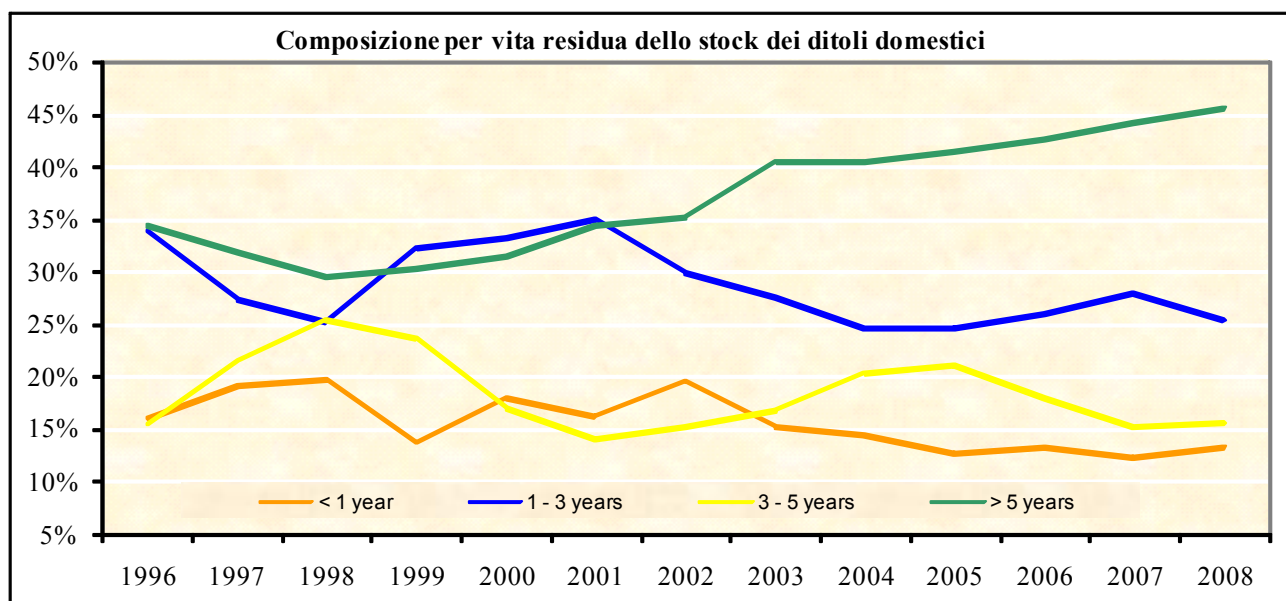
Le stime relative all'impatto sulla spesa per interessi di shock inattesi dei tassi di interesse forniscono una buona indicazione dell'esposizione al rischio di interesse e le attuali stime possono considerarsi in linea con quelle del 2007. Nell'Aggiornamento del Programma di Stabilità dell'Italia del febbraio 2009, si conferma anche per questo anno il contenuto rischio di esposizione alle fluttuazioni dei tassi, risultato dell'attuale composizione del debito italiano, nonché dell'evoluzione della durata finanziaria totale del debito e della struttura dei pagamenti per cedole e rimborsi. Infatti, nell'ipotesi di un aumento istantaneo e permanente di un punto percentuale della curva dei rendimenti, l'impatto sulla spesa per interessi per il periodo 2009-2013, in rapporto al PIL, sarebbe pari a 0,17 % nel primo anno, 0,37 % nel secondo anno, 0,48 % nel terzo anno, 0,56 % nel quarto anno. Rispetto all'anno 2007, la sensitività ai tassi è lievemente aumentata nel primo anno di stima (circa lo 0,01%), negli anni successivi l'incremento è crescente, sebbene limitato, fino ad arrivare allo 0,13% nel quarto anno. L'aumento verificatosi è spiegabile sia con il ridimensionamento delle previsioni di crescita economica, ossia con la riduzione della previsione del valore assoluto del PIL ai prezzi di mercato nei vari anni, sia con la crescita del valore assoluto previsto del debito in circolazione, che amplifica l'impatto sulla spesa di uno shock sui tassi di interesse.

Il rischio di rifinanziamento

L'evoluzione della struttura del debito per vita residua a fine dicembre 2008 (grafico 10) conferma il trend crescente della quota del debito con scadenza residua superiore ai cinque anni e della

stabilizzazione della componente a brevissimo termine (scadenze inferiori all'anno). La quota a medio termine (scadenza residua tra i tre ed i cinque anni) è rimasta pressoché invariata rispetto al 2007 e si è attestata ai livelli minimi registrati dal 2000 (15% circa), mentre la componente a breve-medio termine (scadenza residua compresa tra uno e tre anni) da una quota di circa il 35% del 2001 si è ridotta costantemente negli anni fino ad attestarsi oggi intorno al 25% circa.

Grafico 10



Il rischio di cambio

In continuità con gli anni passati, la politica di gestione del debito è stata orientata a limitare il rischio di esposizione al tasso di cambio. Infatti a fine 2008 all'interno della quota dei titoli emessi sui mercati internazionali, la componente esposta alle fluttuazioni della valuta è stata pari allo 0,17% coincidente con il dato relativo al 2007.

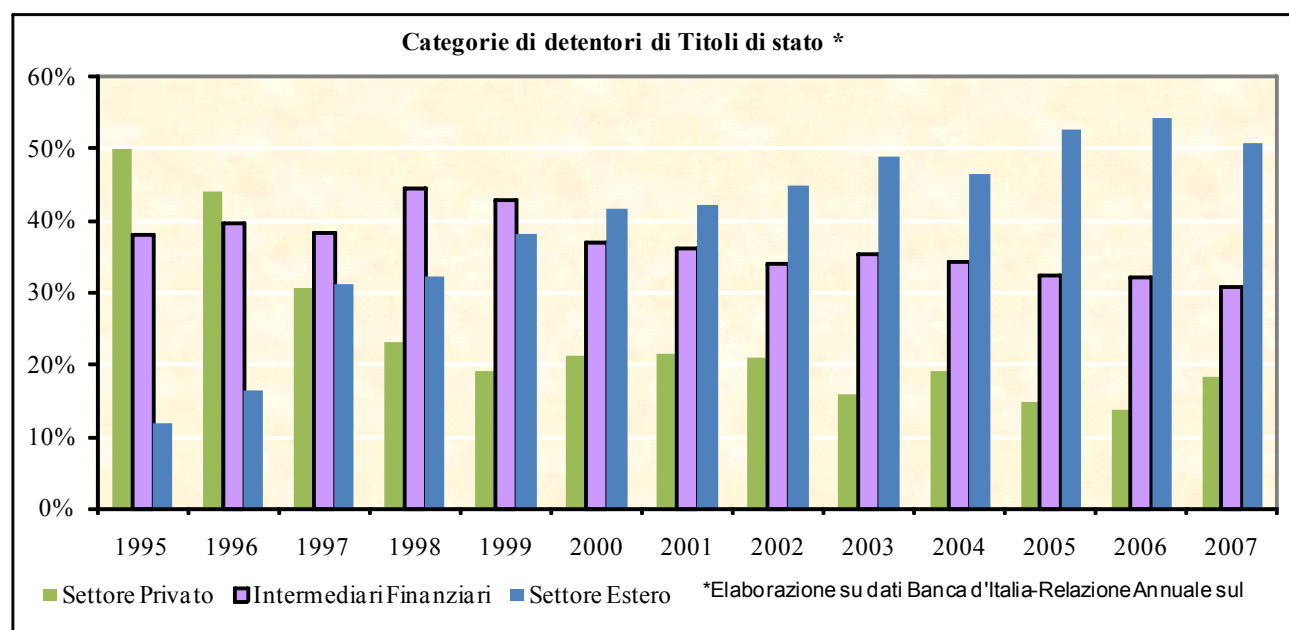
b) La distribuzione del debito a livello internazionale

Nel 2008 la gestione del debito è stata caratterizzata, come nel corso degli ultimi anni, dall'adozione di scelte volte a garantire ed incrementare l'efficiente penetrazione dei titoli di Stato italiani presso portafogli di una più ampia platea di investitori, diversificati sia per tipologia istituzionale che per area geografica, al fine di rendere sempre meno suscettibile a improvvisi shock locali esterni la performance del debito. Tra il 2006 ed il 2007 si è verificata (grafico 11) una lieve riduzione dello stock del debito in titoli di Stato in possesso dei non residenti, dal 54% al 51%, soprattutto a beneficio del settore privato residente che ha visto aumentare la propria quota del debito da circa il

14% del 2006 al 18% del 2007. La quota detenuta dagli investitori istituzionali è rimasta pressoché stabile al 31% (dal 32% del 2006).

Nei primi nove mesi del 2008, analizzando i flussi di negoziazione riportati dagli Specialisti in titoli di Stato², si segnala, a conferma della maggiore penetrazione dei titoli di Stato presso investitori internazionali, la consistente riduzione della quota di scambi effettuati con i clienti residenti in Italia (da circa il 49% del 2007 a circa il 41% del 2008). Nel contempo si è verificato un incremento degli scambi effettuati sia con i clienti residenti in Europa (dal 44% al 48% circa) che residenti al di fuori dell'Europa (la cui quota è passata dal 7% circa all'11% circa).

Grafico 11



c) La politica di emissione degli strumenti domestici

Il Tesoro, a partire dal mese di ottobre 2008, in seguito all'acuirsi della crisi dei mercati finanziari dopo il fallimento della *Lehman Brothers* e della difficile situazione di illiquidità verificatasi sul mercato secondario, ha ritenuto opportuno l'adozione di un comportamento di maggiore flessibilità nelle scelte di emissione, pur nel rispetto del calendario annuale delle aste. In particolare, l'emittente si è riservato la facoltà di collocare, accanto ai titoli previsti sulla base del "regolare" programma di emissione (titoli *on-the-run*), uno o più titoli non più in corso di emissione (titoli *off-the-run*). La scelta di emettere più linee di titoli *off-the-run* ha avuto come effetto non solo la riduzione della

² Gli Specialisti in titoli di Stato al 31 dicembre 2008 sono: Bank of America Securities Ltd; Banca IMI S.p.A.; Barclays Bank PLC; Bayerische Hypo und Vereinsbank AG; BNP Paribas; Calyon – Corporate 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.; 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; Royal Bank of Scotland PLC; Société Générale Inv. Banking; UBS Ltd.

pressione dell'offerta sui titoli *on-the-run*, ma, in parte, ha anche contribuito alla normalizzazione di alcune situazioni di tensioni e di disallineamento sul mercato secondario, nonché fenomeni di *squeeze* sul *repo*. Un ulteriore elemento di flessibilità si è avuto con l'introduzione, per i collocamenti dei titoli a medio lungo termine (BTP e CCT), della determinazione discrezionale da parte del Tesoro del prezzo di aggiudicazione e delle quantità offerte in asta all'interno di un intervallo preventivamente annunciato.

I BOT

Nel 2008 le emissioni in termini assoluti dei BOT sono state, per tutte le tipologie di scadenza che caratterizzano questo strumento, più elevate rispetto al 2007. Ciò nonostante, a fine anno la quota dei BOT sul totale del debito in circolazione è rimasta sostanzialmente stabile, passando dal 9,96% dello scorso anno a circa il 10,9% del 2008.

Un'analisi più dettagliata consente di illustrare le variazioni che si sono verificate all'interno delle diverse tipologie per scadenza dei BOT. Le emissioni di BOT flessibili, la cui quota rispetto al totale delle emissioni sugli strumenti domestici è passata dal 3,42% al 7,02%, sono praticamente raddoppiate, così come è lievemente aumentata la quota dei BOT a tre mesi passata dal 7,34% del 2007 al 7,65% del 2008. Viceversa, dal 2007 al 2008 la quota dei BOT a sei e a dodici mesi è diminuita, passando rispettivamente dal 26,67% al 24,82% e dal 18,71% al 16,60%.

In quanto strumenti di copertura di esigenze di cassa infrannuali, l'espansione dei BOT flessibili e quelli con scadenza 3 mesi, si deve alla maggiore volatilità del Fabbisogno di cassa mensile e giornaliero che ha caratterizzato il 2008. Nondimeno, l'incremento è stato determinato anche dalla maggiore richiesta da parte del mercato di strumenti a breve termine, quale conseguenza della crisi finanziaria, che ha indotto gli investitori ad acquistare titoli con scadenza più breve.

I CCT

I volumi di CCT collocati sul mercato nel 2008 sono stati considerevolmente inferiori rispetto al 2007, continuando il loro trend decrescente come quota sul totale dei titoli di Stato in emissione, essendo passati dal 5,22% del 2007 al 3,59% del 2008. Al 31 dicembre 2008 lo stock in circolazione è diminuito solo marginalmente a causa del limitato importo in scadenza (circa 19,8 miliardi di euro) nel corso dell'anno: in rapporto al totale dei titoli di Stato in circolazione esso infatti si è ridotto dal 14,79% del 2007 al 13,47% del 2008. Nel corso del 2008, il comparto è stato interessato significativamente dalla crisi finanziaria internazionale in termini di maggiore volatilità, riduzione dei corsi e minore liquidità sul mercato secondario. Il Tesoro, in continuità con il 2007, ha proseguito il suo impegno a garantire un efficiente funzionamento del mercato secondario di tali strumenti. Per raggiungere tale obiettivo ha attuato una politica basata su aste regolari ma di importo contenuto, su elementi di flessibilità nell'asta quali la determinazione discrezionale del prezzo e della quantità offerta, su diversificazione nell'offerta, con la decisione di emettere titoli *off-the-run*, e, infine, sullo svolgimento di diverse operazioni di concambio che, complessivamente, hanno coinvolto il riacquisto di CCT per un importo pari a circa 5.000 milioni di euro.

I CTZ

Il Tesoro anche nel corso del 2008 ha regolarmente offerto sul mercato il titolo CTZ a 24 mesi. La quota di questo strumento in percentuale dei titoli di Stato emessi complessivamente nel 2008, è lievemente aumentata passando dal 6,63% del 2007 al 7,13% del 2008. Ciò a seguito soprattutto di maggiori emissioni rispetto al 2007 per circa 7 miliardi di euro, frutto di una consistente domanda, proveniente principalmente da parte di investitori residenti, che il Tesoro ha deciso di assecondare. All'interno della composizione del debito, la quota dei CTZ si è attestata nel 2008 al 3,45%, lievemente al di sopra di quella della fine del 2007, pari al 3,34%.

I BTP

Nel 2008 le emissioni complessive di BTP (*nominali e linked*) sono risultate superiori rispetto a quelle del 2007, rafforzando ulteriormente la centralità di questo strumento nella gestione del debito. Nel corso del 2008 la quota di BTP in percentuale del totale delle sole emissioni domestiche è stata pari al 33,2% (circa 32% nel 2007), mentre è stata pari al 38,9% (35,9% nel 2007) se si considera il totale delle emissioni domestiche al netto dei BOT con scadenza inferiore od uguale a tre mesi.

Il Tesoro, perciò, ha incrementato l'impiego di questo strumento al fine di rendere sempre meno esposta al rischio di tasso d'interesse la propria struttura del debito.

i) i BTP nominali

Le emissioni di BTP nominali, sebbene in lieve aumento, sono rimaste sostanzialmente in linea con quelle dello scorso anno. Infatti, la percentuale sulle emissioni domestiche è passata dal 28,33% del 2007 al 29,42% del 2008. Tuttavia è mutato il profilo delle scadenze offerte al mercato: è aumentato il segmento a tre e cinque anni, passato complessivamente dal 15,18% sul totale delle emissioni domestiche del 2007 al 16,28% del 2008. Sul segmento a tre anni sono stati aperti due nuovi titoli, mentre su quello a cinque anni il Tesoro non solo ha offerto un nuovo titolo *benchmark* ma, in più occasioni, ha proposto la riapertura di titoli *off-the-run* con *maturity* simile.

Il comparto BTP con scadenza pari o superiore ai 10 anni, nel complesso, è rimasto stabile rispetto allo scorso anno, passando dal 13,14% nel 2007 al 13,13% nel 2008 in termini percentuali sul totale di titoli di Stato domestici emessi. Esaminando i singoli segmenti, si evidenzia come a fronte di un aumento nelle emissioni sulla scadenza dieci anni, passate dal 7,7% nel 2007 all'8,47% nel 2008 offerte uniformemente nei due semestri, il comparto a quindici anni e a trenta anni ha subito una lieve diminuzione rispetto al 2007 in percentuale del totale delle emissioni domestiche passando dal 5,44% nel 2007 al 4,66% nel 2008.

In particolare, nel mese di aprile è stata effettuato il lancio di un nuovo titolo *benchmark* a 15 anni emesso sul mercato mediante sindacazione. Nonostante il difficile contesto generale di mercato, il nuovo titolo ha rapidamente raggiunto richieste molto sostenute, soprattutto da parte di investitori *real money* e istituzionali. Inoltre, il collocamento è avvenuto a condizioni che sono risultate pienamente in linea con i livelli espressi dal mercato e con una allocazione estremamente positiva sia in termini di distribuzione geografica che per tipologia di investitore.

Infine, il comparto a trenta anni, pur essendo quello che ha maggiormente risentito delle condizioni avverse sui mercati finanziari, che hanno spinto gli investitori verso i titoli dei paesi *a più alto merito di credito* e/o con scadenze più brevi, ha visto diverse riaperture del titolo *benchmark* e a novembre di un titolo *off-the-run*, soprattutto per normalizzare una situazione di *squeeze* che si era venuta a creare sul mercato secondario.

Il Tesoro è quindi riuscito ad emettere con regolarità sul segmento quindici-trenta anni, e, tenendo conto delle maggiori emissioni sul comparto a dieci anni (offerto anche in operazioni di concambio), è riuscito a garantire una stabilità di emissione sull'intero segmento a lungo termine.

ii) i BTP€i

Nel 2008 il Tesoro ha collocato sul mercato titoli indicizzati all'inflazione dell'area Euro per un volume pari a circa 18 miliardi di euro. Pur essendo in crescita rispetto al 2007, tale importo, rispetto al totale delle emissioni domestiche, ha rappresentato il 3,39% contro il 3,89% del 2007. Nel mese di maggio è stato emesso un nuovo *benchmark* a 10 anni, il BTP€i 2019, tramite sindacato di collocamento. Questa emissione, che ha ulteriormente completato la curva reale dei titoli di Stato, è stata eseguita in un contesto non favorevole ma, ciò nonostante, ha trovato subito il riscontro degli investitori, con una forte presenza da parte di banche e fondi pensione, che hanno indotto il Tesoro ad incrementare l'ammontare nominale offerto inizialmente da 3.000 a 4.000 milioni. Nel corso del 2008 le emissioni dei titoli reali sono stati regolari e stabili con una presenza costante su tutte le scadenze in rapporto alle esigenze della domanda espresse dal mercato. Ciò nell'ottica di perseguire obiettivi di efficienza e trasparenza su tale comparto così da garantire una corretta diversificazione della composizione nominale/reale del debito.

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

Il *Programma di Emissione Globale in Dollari* 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 primarie banche internazionali a quotare i titoli emessi nel programma sui *trading desk* dedicati alle Agenzie statunitensi, allo scopo di garantirne la massima liquidità.

Attraverso tale programma di indebitamento 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.

Nel corso del 2008 è stato emesso un titolo *benchmark* in dollari, per un nozionale di 2,5 miliardi, scadenza 15 luglio 2011 e cedola del 3,5%. L'importo è stato incrementato da 2 miliardi a 2,5

miliardi per soddisfare la domanda proveniente da investitori istituzionali di elevato profilo. Gli investitori partecipanti, in larga maggioranza banche centrali, hanno garantito un'omogenea distribuzione del titolo. In particolare, la ripartizione per tipologia di investitori ha registrato il ruolo particolarmente significativo delle banche centrali (75%), seguite da asset manager (20%), assicurazioni e fondi pensione (5%), che hanno permesso una distribuzione del titolo in Asia per il 37%, in Europa per il 35%, in America per il 20% e in Medio Oriente per il restante 8%. Il successo dell'operazione è stato confermato anche dal positivo andamento del titolo sul mercato secondario dopo il collocamento.

L'inasprimento della crisi finanziaria registrato, in particolare, nella seconda metà del 2008 ha portato, tra le altre conseguenze, al deteriorarsi delle condizioni di mercato accentuandone la volatilità a fronte di una ridotta liquidità.

A completamento della tradizionale attività di emissione del Tesoro, nel corso del 2008 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 2008 è stato pari a circa 700 milioni di euro.

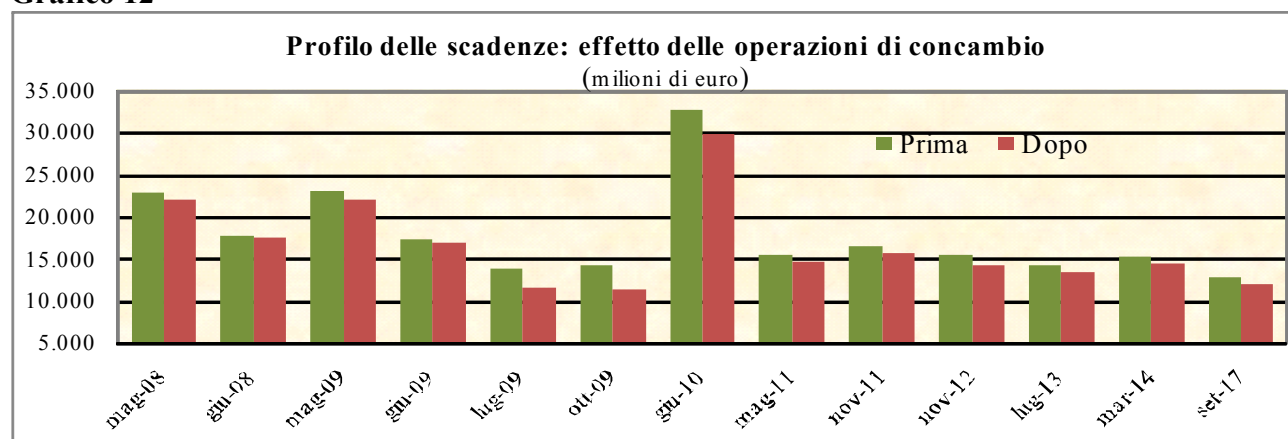
e) Il ruolo delle operazioni di buy-back e di concambio riservate agli Specialisti

Nel 2008, il Tesoro ha continuato ad utilizzare le operazioni di concambio come strumento 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 dell'anno sono state effettuate quattro operazioni di concambio, per un totale di circa 6,85 miliardi di euro, con cui sono stati riacquistati titoli di Stato con scadenza naturale compresa tra il 2008 e il 2017 e sono stati offerti BTP rispettivamente con scadenza: 2012, 2013, 2017 e 2019. Da notare che, per la prima volta in un'asta di concambio, è stato riacquistato anche un BTP indicizzato all'inflazione.

Delle quattro operazioni svolte nel 2008, due sono state effettuate sul mercato primario, avvalendosi della nuova procedura d'asta gestita dalla Banca d'Italia, e due sul mercato secondario regolamentato, per mezzo del sistema telematico di negoziazione.

Nel 2008 non si sono svolte, invece, operazioni di riacquisto (*buy-back*).

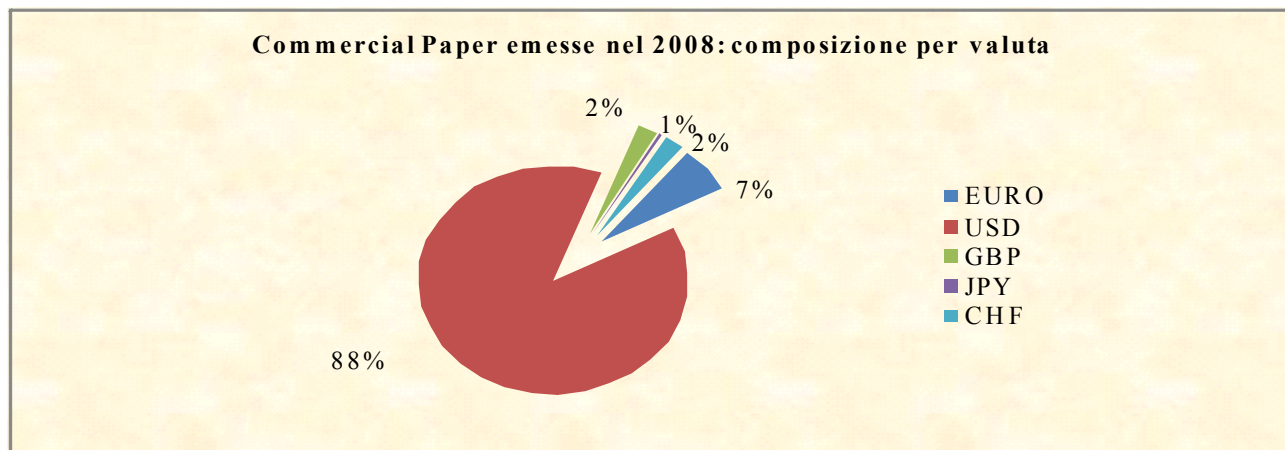
Grafico 12



f) *Le attività di cash management.*

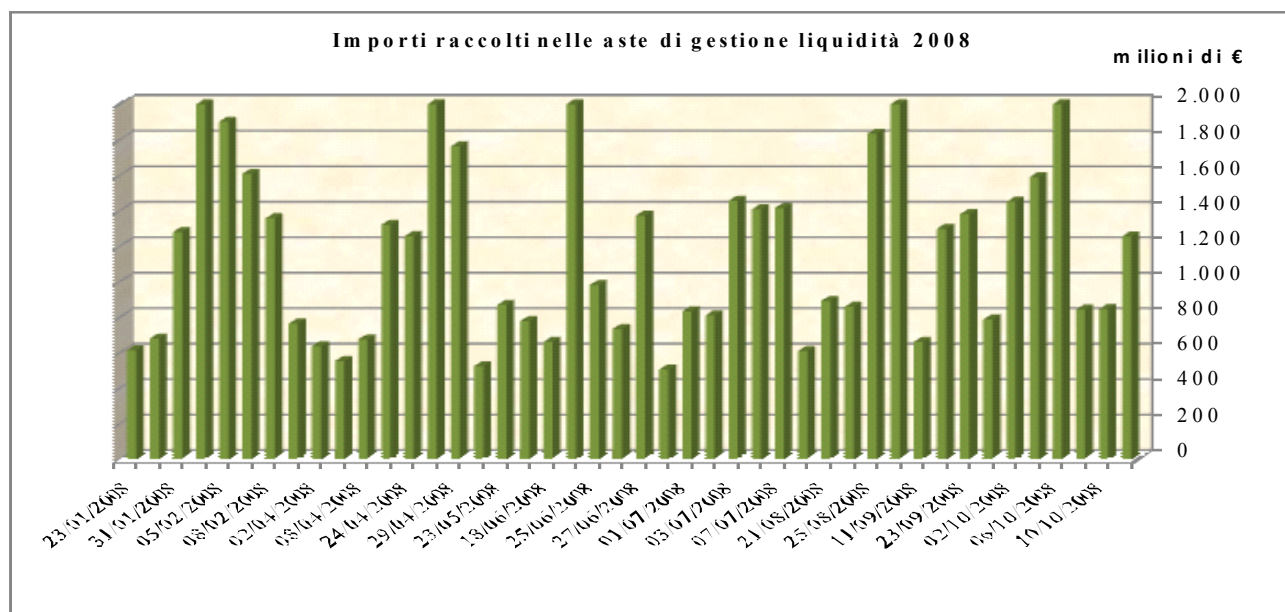
Oltre al citato utilizzo dei BOT flessibili e trimestrali, nel 2008 l'attività di *cash management* è proseguita anche mediante il ricorso alle *Commercial Paper*. In dettaglio, sono state emesse CP in euro, dollari, sterline, yen e franchi svizzeri – tutte comunque convertite in euro – per un totale di circa 10.352 milioni di euro.

Grafico 13



A completamento dell'insieme di strumenti per la gestione della liquidità, nel 2008 sono state effettuate 44 operazioni sul mercato monetario, a valere sul Conto Disponibilità del Tesoro per il servizio di Tesoreria (OPTES), con un importo medio di fondi domandati in raccolta dal Tesoro per operazione pari a circa 1.160 milioni di euro ed un rapporto medio fra offerta dagli operatori e domanda del Tesoro pari a 2,266.

Grafico 14



g) *La composizione del debito per strumenti*

Sebbene non vi siano state sostanziali modifiche rispetto al 2007, la composizione del debito a fine 2008 conferma una lieve accentuazione di alcune dinamiche già in atto nel 2007, mentre altre sembrano essersi modificate nel corso dell'anno. Infatti, la struttura del debito a fine dicembre 2008 (grafico 16) rispetto a quella di fine dicembre 2007 (grafico 15), evidenzia la stabilità della quota dei titoli a tasso fisso, una lieve crescita della componente a breve termine (BOT e BOT flessibili) e un'ulteriore riduzione della componente a tasso variabile (CCT), così come della quota estera. Si conferma, inoltre, il trend crescente per la componente indicizzata all'inflazione europea, sebbene l'incremento registratosi questo anno rispetto al precedente è stato più contenuto. Il profilo dello stock dei titoli emessi sul mercato interno permette di sintetizzare questi andamenti (grafico 15). In una prospettiva di medio periodo il grafico consente di apprezzare la progressiva riduzione della quota a tasso variabile, la stabilità di quella dei titoli nominali a tasso fisso (stabilmente intorno al 67%), ed il consolidamento della quota dei titoli reali.

Grafico 15

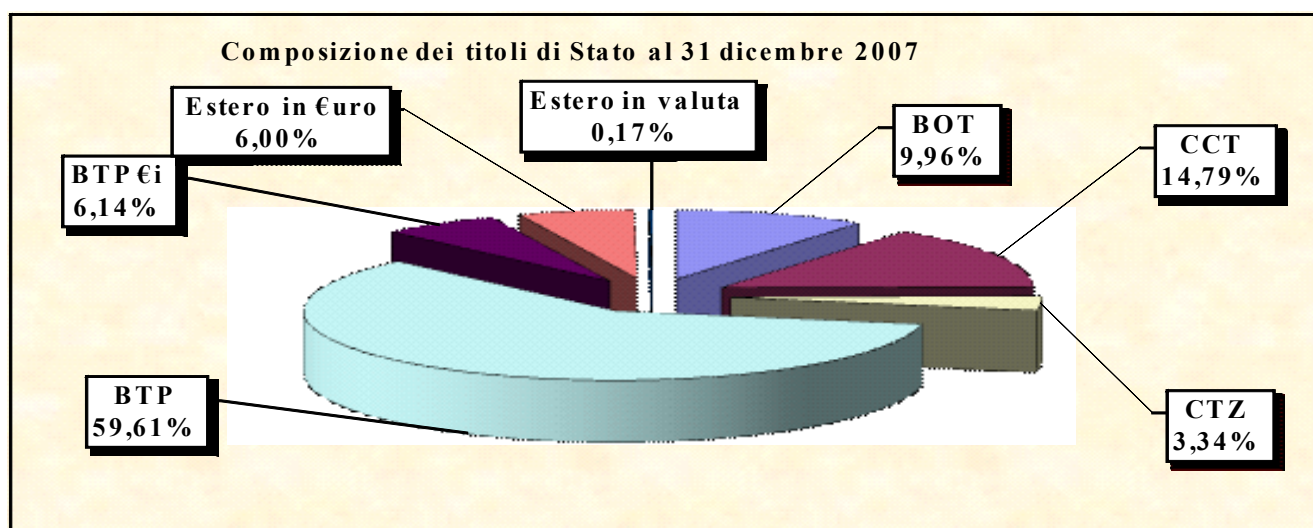


Grafico 16

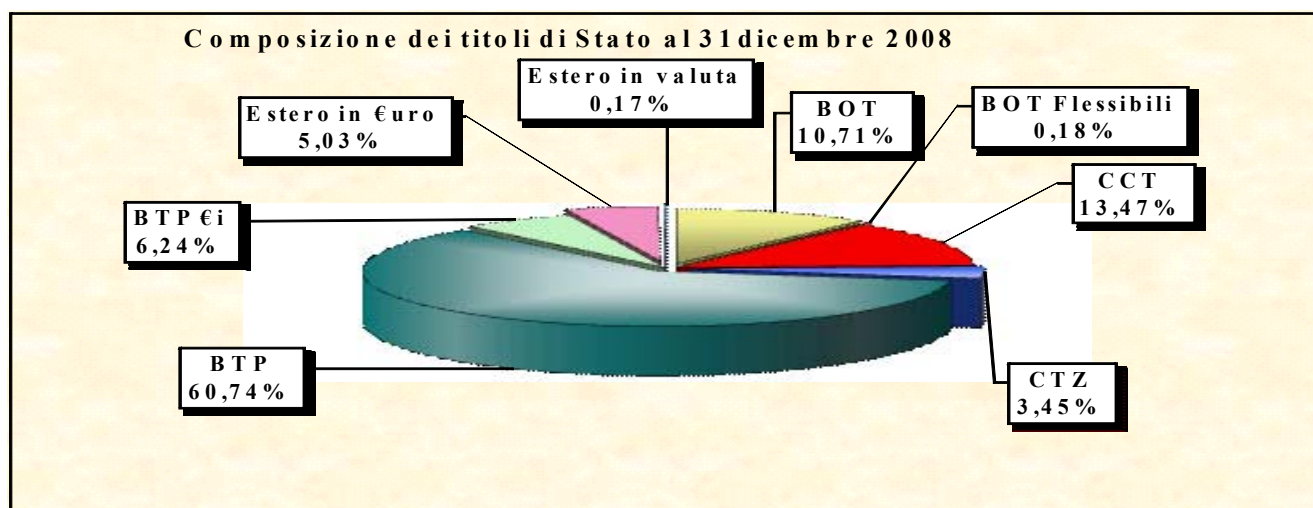


Grafico 17

