



**“XIII Global Forum OCSE sui Mercati dei Titoli di Stato  
e sulla Gestione del Debito Pubblico nei Mercati Emergenti”  
Roma, 27-28 novembre 2003**

Nei giorni 27 e 28 novembre del 2003 la Direzione del Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro ha ospitato, per il secondo anno consecutivo, la XIII edizione del Global Forum sui Mercati dei Titoli di Stato e la Gestione del Debito Pubblico nei Mercati Emergenti, nell’ambito delle attività di cooperazione internazionale e di partecipazione al Gruppo di lavoro OCSE sulla “Gestione del Debito Pubblico” (*OECD Working Party on Public Debt Management*) condotte dalla stessa Direzione del Debito Pubblico.

Il Forum, cui partecipano gestori ed esperti di debito pubblico provenienti da Governi e banche Centrali, sebbene concepito allo scopo di rispondere ad esigenze informative dei gestori del debito di paesi Emergenti e in via di transizione, ha dimostrato di costituire un laboratorio di sicuro interesse anche per paesi sviluppati, quale momento di analisi e confronto volti a migliorare la strategia e l’efficacia delle politiche di gestione del debito pubblico.

L’incontro annuale, svoltosi sotto l’egida del nuovo “Network Multilaterale per la diffusione delle tecniche di gestione del Debito Pubblico” (“*OECD/Italian Treasury Multilateral Network on Public Debt Management*”) ha visto la partecipazione di circa 90 congressisti, in rappresentanza di più di 30 paesi (anche non membri OCSE), insieme a rappresentanti di istituzioni internazionali ed esperti ed operatori provenienti dal settore finanziario privato.

**I SESSIONE**

**“Sfide e prospettive del mercato europeo del debito pubblico in un Europa allargata”**

La sessione, attraverso i due panel “*I mercati del debito pubblico in un Europa allargata*” e “*Il ruolo del mercato repo per lo sviluppo dei mercati secondari dei titoli di stato nei paesi Emergenti e in via di transizione*”, ha esaminato le implicazioni a breve termine dell’allargamento europeo per i paesi Emergenti e in via di transizione, dal punto di vista dei gestori del debito pubblico.

Durante il primo panel ([European Public Debt Markets in an enlarged EU](#)) le politiche di gestione del debito pubblico perseguite dai nuovi membri dell’Unione Europea e le conseguenze dell’allargamento sulla gestione del debito degli attuali e futuri membri dell’Unione, sono state analizzate in modo estensivo. La discussione, attraverso le presentazioni degli oratori ed il dibattito generale, ha analizzato le varie sfide che i mercati del debito pubblico stanno affrontando nella prospettiva dell’allargamento, evidenziando allo stesso tempo una significativa e rapida convergenza delle politiche, strumenti e tecniche di gestione adottate dai paesi dell’area euro, che dovrebbe portare ad un’espansione non trascurabile della dimensione dei mercati dei titoli di stato dell’area euro. Tuttavia, nonostante il grado di integrazione dei mercati finanziari europei e l’eliminazione del rischio di cambio per i paesi aderenti all’UME, una curva unica dei rendimenti pan-europea ancora non esiste. Oltre ad altri fattori, permangono differenze apprezzabili dei rischi di credito tra i vari paesi di *eurolandia*. Il probabile futuro ingresso nell’area euro dei nuovi paesi membri dell’Unione può rappresentare un indubbio vantaggio per i gestori del debito subordinatamente, tuttavia, ad alcune importanti modifiche del quadro istituzionale della gestione da realizzarsi parallelamente ad un’opportuna rivisitazione delle strategie di finanziamento, delle tecniche di collocamento, dei volumi di emissione, delle tecniche di gestione dei rischi e delle piattaforme di *trading* per il mercato secondario. La realizzazione di tali importanti riforme, contestualmente all’ingresso nell’area euro, dovrebbe portare a cambiamenti consistenti nelle condizioni di raccolta, dal momento che la maggiore competizione tra gli emittenti sovrani per l’accesso ai mercati dei capitali, la convergenza dei tassi di interesse e la minore volatilità non potranno non influenzare il costo del servizio del debito.

Nella misura in cui gli investitori internazionali andranno ad influenzare le strategie di gestione degli emittenti, alcuni rappresentanti della comunità finanziaria hanno illustrato la natura di questi potenziali investitori e le loro motivazioni per investire nel debito pubblico di economie in via di transizione.

Il panel ha visto le relazioni e gli interventi dell’OCSE (Segretariato Gruppo di lavoro “Gestione del Debito Pubblico”), dell’Agenzia del Debito Svedese, dell’Agenzia del Debito del Portogallo, dell’Agenzia del Debito Ungherese, della banca Citigroup e del Tesoro Finlandese.

Nel secondo panel ([The role of repo markets for the development of secondary government bond markets of new EU members and other emerging markets](#)), dedicato al ruolo dei mercati *repo* nella gestione del debito pubblico per i paesi che stanno per entrare nell’UE e più in generale per i paesi Emergenti, è stata sottolineata l’importanza dell’introduzione – o ulteriore sviluppo – di questi mercati per migliorare la liquidità dei mercati secondari cash dei titoli di stato. Dopo aver illustrato le caratteristiche generali dei mercati *repo* europei, inclusi i principali aspetti

regolamentari, operativi, gli standard legali vigenti nei mercati finanziari internazionali e le caratteristiche dell'operatività dei Primary Dealers in tale comparto, il panel ha esaminato gli effetti relativi all'uso dei mercati *repo* da parte della Banca Centrale Europea ai fini di politica monetaria e di controllo della liquidità dell'Eurosistema, sottolineando come tali operazioni vengono effettuate tenendo separati gli aspetti di gestione del debito da quelli di politica monetaria. Sono state inoltre esaminate le varie tipologie di contratti *repo* comunemente in uso in Europa, i loro vantaggi e criticità per i gestori del debito, per i Primary Dealers, gli investitori finali, i tesorieri e le banche centrali, insieme al ruolo che le banche centrali hanno per lo sviluppo di tali mercati, e l'impatto – talvolta controverso – nel favorire la liquidità del mercato dei titoli di stato dei paesi Emergenti che hanno recentemente introdotto contratti *repo* nei loro sistemi.

Il panel ha visto le relazioni e gli interventi della BCE, dell'Agenzia del Debito del Regno Unito, della Banca Centrale di Spagna, della banca Jp Morgan Chase, del Moscow Interbank Currency Exchange, della Banca di Lituania e della Banca Nazionale di Slovacchia.

## II Sessione

### *“Il lancio del Network Multilaterale per la gestione del Debito Pubblico nei paesi Emergenti”*

La sessione di apertura della seconda giornata di incontri ha rappresentato l'occasione per annunciare la nascita del nuovo “Network Multilaterale per la diffusione delle tecniche di gestione del debito pubblico”, un'iniziativa nata dalla collaborazione tra la Direzione del Debito Pubblico del Tesoro Italiano e l'Ocse (Gruppo di lavoro sulla gestione del debito pubblico), allo scopo di fornire, in particolar modo i gestori del debito dei paesi Emergenti e in via di transizione, di un centro tecnico permanente di diffusione di informazioni, esperienze e tecniche di gestione del debito pubblico, al fine di migliorare la qualità e l'efficacia delle pratiche e delle strategie adottate da questi paesi e al contempo, ridurre la loro vulnerabilità rispetto a shock finanziari internazionali. Il Network, la cui principale evidenza esterna sarà un proprio sito Web il cui rilascio è previsto a fine 2004, ha ufficialmente iniziato le proprie attività organizzando questa seconda sessione del Forum, nella quale sono state analizzate tematiche di specifico interesse per i gestori del debito delle economie Emergenti e in via di transizione.

I due panel (terzo e quarto panel) hanno esaminato i seguenti argomenti: a) *“L'efficienza dei metodi di collocamento sul mercato dei titoli di stato”*; b) *“I nuovi prodotti del mercato del reddito fisso ed il loro utilizzo per introdurre strumenti innovativi per il debito pubblico dei paesi Emergenti”*.

Il terzo panel ([The efficiency of government bonds issuance methods](#)) ha considerato diversi aspetti teorici e pratici dei vari metodi di collocamento sul mercato dei titoli di stato (aste, sindacati di collocamento, aste a “rubinetto” non competitive, eccetera), esaminandone svantaggi e punti di forza sulla base delle diverse esperienze condotte da vari paesi dell'area OCSE e da vari paesi Emergenti. Tenendo presenti le diverse cornici istituzionali, regolamentari e le diverse forme organizzative dei mercati primari, come quelle basate sull'esistenza e l'operatività di un gruppo di Primary Dealers selezionati dall'emittente, le presentazioni e la discussione generale hanno messo in evidenza il ruolo delle aste come canale efficiente di collocamento di una pluralità di strumenti del debito, sia nelle economie avanzate sia in quelle emergenti; i sindacati di collocamento tuttavia, insieme ad altre procedure di aggiudicazione, rappresentano nondimeno validi canali “complementari” per lanciare nuove tipologie di strumenti, raggiungere nicchie di mercato particolari, oppure nei casi in cui l'emittente non dispone di sufficienti informazioni sulla domanda di mercato per un determinato strumento e si serve del sindacato per rendere meno incerte le condizioni di emissione. Nel panel sono state anche esaminate le conseguenze, in termini di riduzione del costo del debito per l'emittente, di diverse tipologie di aste da utilizzare per il collocamento di diverse tipologie di titoli. Per alcuni paesi Emergenti è stata quindi ampiamente analizzata l'adeguatezza di diverse tecniche di collocamento in presenza di mercati primari caratterizzati da diversi livelli di competitività e numero di operatori.

Il panel ha visto le relazioni e gli interventi della Direzione del Debito del Dipartimento del Tesoro Italiano, del Ministero delle Finanze Polacco, del Moscow Interbank Currency Exchange, del Ministero delle Finanze Cinese e del Tesoro Filipino.

Il quarto panel ([Innovations in the fixed-income sector and their use for the design of government debt instruments in emerging markets](#)) ha analizzato in particolar modo l'utilità di introdurre strumenti di debito innovativi da parte dei paesi Emergenti. Il panel ha mostrato come l'ultimo decennio abbia visto numerose innovazioni nel settore del reddito fisso introdotte da istituzioni sopranazionali e dal settore *corporate*. Strumenti innovativi che permettono al gestore del debito una raccolta efficiente e commisurata alle caratteristiche dell'attivo del proprio bilancio secondo un approccio ALM. Nelle varie presentazioni alcuni di questi strumenti sono stati esaminati nel dettaglio: titoli legati a diversi indici di prezzo, titoli indicizzati al PIL, titoli callable, titoli step-up e altri prodotti diversamente strutturati. Di ciascuno sono stati valutati vantaggi e gli aspetti negativi. In particolare, una presentazione a cura della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) ha messo in luce i caratteri strategici di alcune forme “innovative” di raccolta, messe in atto dall'emittente negli ultimi anni. Alcuni operatori di mercato, analogamente, hanno evidenziato l'importanza dell'introduzione di strumenti innovativi introdotti da stati sovrani e istituzioni sopranazionali, quale conseguenza dell'aumentata competizione tra prenditori di fondi sui mercati finanziari, che richiede una attenta strategia di

diversificazione degli investitori ma anche la necessità di valutare l’impatto di tali strumenti finanziari innovativi sulle strategie di *liability management*. Diversi emittenti hanno inoltre esaminato più specificamente l’emissione di titoli indicizzati al PIL, evidenziandone gli effetti anti-ciclici e il loro contributo alla diversificazione del portafoglio, ma anche le difficoltà in termini di *design* dello strumento, di *pricing*, e la mancanza di una standardizzazione internazionale, almeno sino ad ora.

Il panel ha visto le relazioni e gli interventi della Banca Europea degli Investimenti, della banca Deutsche Bank, del Ministero delle Finanze d’Israele e dell’Agenzia del Tesoro Francese.

A conclusione del Forum, l’Italia ha ricevuto apprezzamenti da parte dei partecipanti per la discussione, la predisposizione dei materiali e l’organizzazione dell’evento nel suo insieme, che è stato curato in collaborazione con l’Ufficio I dello S.D.AA.GG. del Dipartimento del Tesoro.

Le presentazioni del Forum sono consultabili sul sito dell’OECD Financial Markets, Insurance and Pension Department ([www.oecd.org/daf/fin](http://www.oecd.org/daf/fin)), nella sezione “Public Debt Management”, area “Events”.

Per ulteriori informazioni si prega di contattare:

Dr. Davide IACOVONI  
Ufficio XII – Debito Pubblico  
Dipartimento del Tesoro  
Ministero Economia e Finanze  
OECD/Italian Treasury Network on Public Debt Management for Emerging Countries  
Via XX Settembre 97  
00187 Roma  
e-mail: [davide.iacovoni@tesoro.it](mailto:davide.iacovoni@tesoro.it)

Dr.ssa Daniela SANTACROCE  
Ufficio XII – Debito Pubblico  
Dipartimento del Tesoro  
Ministero Economia e Finanze  
OECD/Italian Treasury Network on Public Debt Management for Emerging Countries  
Via XX Settembre 97  
00187 Roma  
e-mail: [daniela.santacroce@tesoro.it](mailto:daniela.santacroce@tesoro.it)

Mr Hans BLOMMESTEIN  
Secretary to the OECD Working Party on Public Debt Management  
Italian Treasury – OECD Network on Public Debt Management for Emerging Countries  
OECD – WP on Government Debt Management  
Paris  
France  
[hans.blommestein@oecd.org](mailto:hans.blommestein@oecd.org),  
tel. +33-1-45 24 79 90



## Forum Agenda

All sessions are chaired by Mr. Ove Sten Jensen,  
Chairman of the OECD Working Party on Public Debt Management

**DAY 1:**      **November 27, Thursday**  
**Morning**

### First session

***“Challenges and prospects of European Public Debt Markets  
related to the EU enlargement”***

#### **Panel I: European Public Debt Markets in an enlarged EU**

- **Hans Blommestein** (Head of Emerging Financial Markets Programme, OECD),  
*“Overview of implications of convergence in Euro area government debt markets”.*
- **Lars Boman**, (Deputy Head of Portfolio Management, Swedish National Debt Office),  
*“Key issues in reshaping the public debt management framework of the new EU members”.*
- **Fernando Coelho**, (Head of Issuing and Markets Unit IGCP - Portuguese Government Debt Agency),  
*“The Portuguese experience in developing a more liquid, efficient and transparent secondary market”*
- **Philip Brown**, (Managing Director debt capital market, CitiGroup),  
*“Issuance strategy alternatives for EU Accession: an international perspective”.*

Lead discussants :      **András Réz** (Government Debt Agency, Hungary),  
                                 **Anna von Knorring**, (Senior Financial Advisor, State Treasury,  
                                 Finland)

**DAY 1:**      **November 27, Thursday**  
**Afternoon**

#### **Panel II:**

**The role of repo markets for the development of secondary  
government bond markets of new EU members and other emerging  
markets**

- **Denis Blenck** (Head of the Operations Analysis Division , Directorate General Operations of the ECB):  
*"The repo market, the public debt management and the implementation of the ECB/Eurosystem monetary policy"*
- **Martin Dufnell** ( UK DMO):  
*"Exploring the benefits of a well-functioning repo market".*
- **Jose Ramon Martinez** (Director, Bank of Spain):  
*"European repo markets: a necessarily and temporarily diverse "ecosystem"?"*
- **Stefano Bellani** (European Head of Repo & Short Bonds Market Making, JPMorgan-Chase):  
*"The Repo Market in Europe: a Market Maker point of view".*
- **Eddie Astatin** (Head of Government Securities Market Department, Moscow Interbank Currency Exchange -- MICEX):  
*"Repo and the Government Bond Market in Russia".*

Lead discussants:       **Eriks Abolins** (Bank of Latvia)  
                                  **Juraj Janosik** ( National Bank of Slovakia).

**DAY 2:       November 28, Friday**  
                          **Morning**

### **Second session**

### ***"The launch of the OECD/Italian Treasury Multilateral Public Debt Management Network"***

- Brief presentation on the state-of-play of the new Network.

### **Panel III:**

### **The efficiency of government bonds issuance methods**

- **Stefano Scalera** (Head of Domestic Funding, Italian Treasury):  
*"Government bond issuance techniques: an overview based on the Italian experience"*
- **A. Kaminski** (Director public debt, Ministry of Finance, Poland):  
*"Challenges for setting-up bond-issuance procedures in emerging primary markets"*
- **Boris Alekhin** (Adviser to the Moscow Interbank Currency Exchange -- MICEX):  
*"Russia's Issuance Policy: Still Much Work to Do".*

Lead discussants:       **Tong Zhang** (Director General Public Debt, Ministry of Finance, Beijing, China)  
                                  **Sergio Edeza** (Treasurer, Bureau of the Treasury, Manila, Philippines )

**DAY 2: November 28, Friday  
Afternoon**

**Panel IV:**

**Innovations in the fixed-income sector and their use for the design of government debt instruments in emerging markets**

- **Nicola Mercusa and Aldo Romani** (Capital Markets Department, EIB):  
*"Innovation and Debt Management in European Perspective"*
- **Chris Clegg** (Director of Debt Capital Markets Group, Deutsche Bank):  
*"Developments in Issuance by European Sovereigns and Supras"*
- **Adi Rivlin/Adi Shahaf** (Ministry of Finance, Israel):  
*"Developments of Index-linked instruments"*

Lead discussant: **Edouard Pinot** (Co-head of market operations, French Treasury Agency)

**Final session with concluding remarks**