

# Linee guida della gestione del debito pubblico per il 2002-2003

## 1. Obiettivi della gestione del debito.

L'obiettivo della gestione del debito è di assicurare la copertura del fabbisogno del Settore Statale ed il rifinanziamento del debito in scadenza, in modo da minimizzare il costo di finanziamento a parità di rischio.

Come ricordato nelle linee strategiche per il 2001-02, negli ultimi anni, grazie ad un'opportuna politica di ricomposizione della struttura del debito, notevoli risultati sono stati conseguiti per la riduzione del livello del rischio di tasso. L'attuale esposizione rappresenta un traguardo soddisfacente che il Tesoro intende consolidare in un contesto nel quale il costo di indebitamento ed il rischio di rifinanziamento tenderanno a guidare maggiormente le scelte di gestione.

## 2. La politica di emissione dell'anno 2001: gli effetti sulla composizione dello stock del debito

La politica di emissione del 2001 ha continuato nel processo di ottimizzazione del ricorso al mercato al fine di ridurre il costo del debito, pur contenendo l'esposizione al rischio di variazioni inattese dei tassi d'interesse.

Rispetto alla composizione per strumenti dello stock del debito, la politica di emissione seguita, combinando maggiore flessibilità nell'utilizzo degli strumenti a breve termine con la regolarità e continuità nell'offerta dei titoli a medio e lungo termine, ha mantenuto pressoché stabile la quota dei titoli a medio – lungo termine a tasso fisso rispetto al totale (circa il 63%). In questa quota è però diminuita la componente di CTZ (-1%), contribuendo ad aumentare la vita media del debito, che è passata da 5,6 anni del dicembre 2000 a 5,7 anni del dicembre 2001. Questo effetto è dovuto prevalentemente all'abolizione delle emissioni del CTZ a 18 mesi, evento annunciato nelle scorse linee strategiche, sostituite da emissioni a tasso fisso a medio e lungo termine.

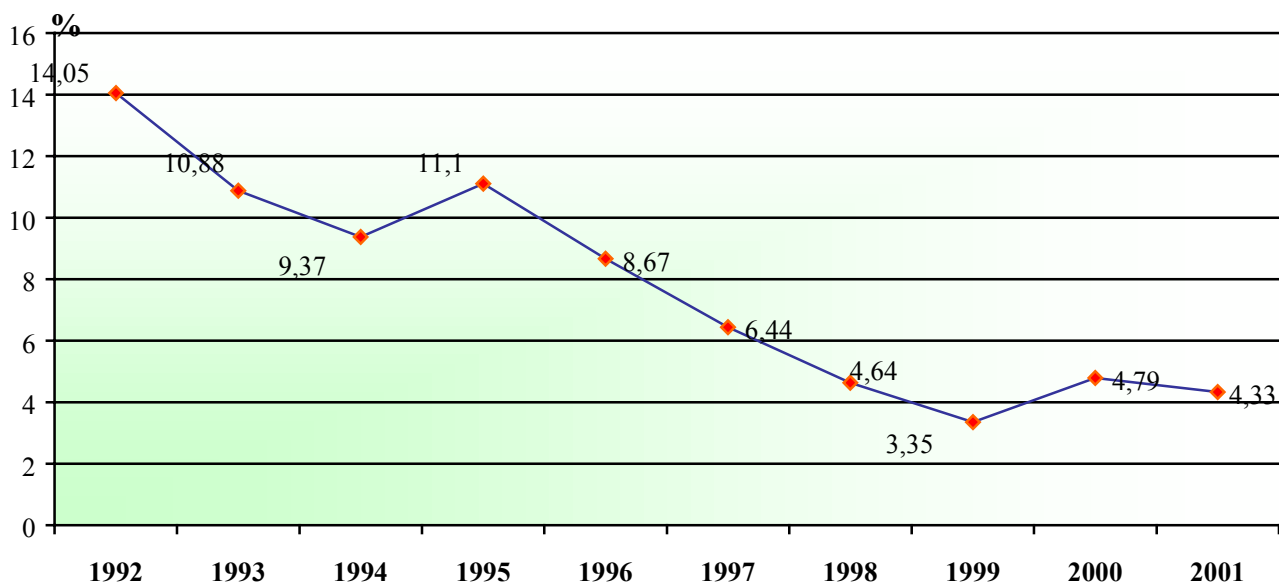
Nel comparto a tasso variabile, l'incremento, di modeste dimensioni, della quota dei BOT - che dal 9,2% di fine 2000 passa al 10,4% al termine del 2001 – è stato più che compensato dalla diminuzione della quota CCT, che scende dal 21,6% di fine 2000 al 19,7% della fine del 2001. Per questo la durata finanziaria (*duration*) del debito interno ha subito una moderata riduzione passando da 3,8 anni del dicembre 2000 a 3,55 del dicembre 2001.

Questi dati, tuttavia, rivelano solo parzialmente la strategia seguita dal Tesoro nell'ultimo anno – più sensibile che in passato al controllo del costo di indebitamento e del rischio di rifinanziamento.

Questo perché le scelte operate, pur in un contesto di continuità rispetto agli ultimi anni, hanno tenuto conto delle diverse fasi in cui si sono trovati i mercati finanziari. Da una più attenta analisi emerge che la politica di emissione del 2001 è stata caratterizzata da un maggiore ricorso alle emissioni di BOT semestrali (per il suo ruolo di parametro di indicizzazione per il CCT – come annunciato nelle scorse linee strategiche) e per un processo di graduale riallocazione delle emissioni, nel comparto a tasso fisso, per privilegiare il segmento a 3 e 10 anni a scapito del 5 e del 30 anni.

## 3. I risultati conseguiti nel 2001

La politica sopra descritta ha consentito di ridurre il *costo medio annuo* delle nuove emissioni al 4,33%, contro il 4,79% dello scorso anno, in un contesto in cui le curve dei rendimenti di mercato hanno subito un processo di irripidimento e di traslazione verso il basso.



Per mantenere invariato il rischio di tasso di interesse, la politica di gestione ha bilanciato il rischio implicito nella maggiore offerta di titoli a breve termine attraverso emissioni sulla parte a 10 anni. La sensibilità del costo del debito rispetto a variazioni dei tassi di interesse non è, infatti, cambiata in modo significativo rispetto a quella dello scorso anno, soprattutto se si considera il primo biennio.

L'aumento di un punto percentuale di tutta la curva dei rendimenti determinerebbe un aumento della spesa per interessi in rapporto al PIL dello 0,18% nel primo anno (precedentemente era lo 0,19%), dello 0,38 % nel secondo (era 0,39% nel 2000), dello 0,49% nel terzo (era 0,45% nel 2000) e dello 0,54% nel quarto (era 0,50% nel 2000).

Infine, grazie alla riforma della tassazione sui titoli di Stato per i non residenti approvata dal Parlamento in novembre, il Tesoro si potrà rivolgere ad una platea ben più ampia di investitori istituzionali non-residenti.

#### 4. Linee-guida della gestione del debito.

Relativamente alla composizione delle emissioni, in un'ottica di continuità con le scelte effettuate già nel corso del 2001, il Tesoro intende perseguire una strategia bilanciata, mirante a sfruttare le opportunità offerte dalla conformazione della curva dei rendimenti.

La politica di offerta del Tesoro continuerà, peraltro, ad ispirarsi a criteri di trasparenza, regolarità e prevedibilità delle emissioni, che saranno pianificate in modo da garantire un flottante elevato a ciascun titolo emesso, anche in relazione alla liquidità raggiunta sul mercato secondario.

La crescente diversificazione degli investitori, ottenuta grazie alla trasparenza e regolarità di emissione e alla liquidità del mercato secondario, sarà sostenuta con iniziative tese favorire l'investimento in titoli del debito pubblico italiano. I principali fattori che verranno presi in considerazione a questo fine sono:

1. *la liquidità dei titoli.* Verrà limitato e razionalizzato il numero di nuovi titoli emessi per ogni comparto al fine di continuare ad assicurare il già elevato livello di efficienza e liquidità del mercato secondario;
2. *allargamento della base degli investitori.* Anche grazie alla riforma della tassazione prima ricordata, il Tesoro intende diversificare ulteriormente la propria base di investitori al fine di ridurre e stabilizzare il costo di indebitamento. Tra le misure che verranno prese, è opportuno segnalare che:
  - a. la valutazione dell'attività degli Specialisti sul mercato secondario terrà maggior conto della capacità di distribuzione – geografica e per tipo di investitori - dei titoli di Stato;

- b. nel collocamento dei titoli di Stato il Tesoro, mediante un'opportuna politica promozionale e strumenti studiati per il piccolo risparmiatore, intende aumentare in modo significativo i volumi offerti di titoli di Stato attraverso reti distributive al dettaglio (canale bancario e postale, internet).
3. *la diversificazione dell'offerta*. Per essere presenti in tutti i segmenti di mercato, ricercando flessibilità soprattutto in quei comparti che non sono adeguatamente esplorati da altri emittenti europei, il Tesoro:
- sulla parte a medio e lungo termine*, sta studiando come diversificare l'offerta (BTP a 7 anni, BTP con scadenza a 15 anni o 20 anni, titoli *index-linked* e convertibili); al fine di limitare i costi di innovazione, questi strumenti verranno introdotti sul mercato in una prima fase attraverso operazioni sindacate, preferibilmente utilizzando il formato BTP. Questo consentirà al Tesoro, grazie al livello di liquidità che tali emissioni raggiungeranno, di accrescere il peso relativo negli indici obbligazionari. Solo in un secondo momento, appurato l'interesse del mercato, si potrebbe procedere a collocare tali strumenti utilizzando le consuete modalità (aste);
  - sui mercati internazionali*, continuando nel solco tracciato negli scorsi anni, anche il prossimo anno sarà presente sui mercati internazionali con l'obiettivo di attrarre nuovi investitori. Il programma, in relazione alle condizioni di mercato, sarà di un ammontare compreso tra i 15 e i 20 miliardi di Euro;
  - per le emissioni sindacate*, continuerà ad essere seguito un approccio opportunistico (programma EMTN) attraverso la flessibilità delle strutture proposte.

## 5. Programma di emissioni per l'anno 2002

### 5.1 Programma di emissione dei titoli domestici.

Anche quest'anno, nel corso del mese di novembre, è stato reso disponibile sul sito internet ([www.tesoro.it/publicdebt](http://www.tesoro.it/publicdebt)) il calendario delle emissioni che contiene le date di annuncio e di regolamento dei titoli domestici. Le date di regolamento delle aste sono calibrate sulla valuta dei titoli in scadenza, al fine di ridurre le oscillazioni della liquidità del sistema bancario.

In relazione alle condizioni di mercato ed alla domanda espressa dagli operatori il Tesoro seguirà il seguente calendario di emissioni.

	Prima quindicina	Seconda quindicina
Cash Management Bills – BOT 3 mesi	<b>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</b>	
6 mesi BOT		X
12 mesi BOT	X	
24 mesi CTZ	X	X
3 anni BTP	X	X
5 anni BTP		X
10 anni BTP	X	
30 anni BTP		Febbraio <u>o</u> marzo, maggio, settembre e novembre
7 anni CCT	X	

## 5.2 Il cash-management

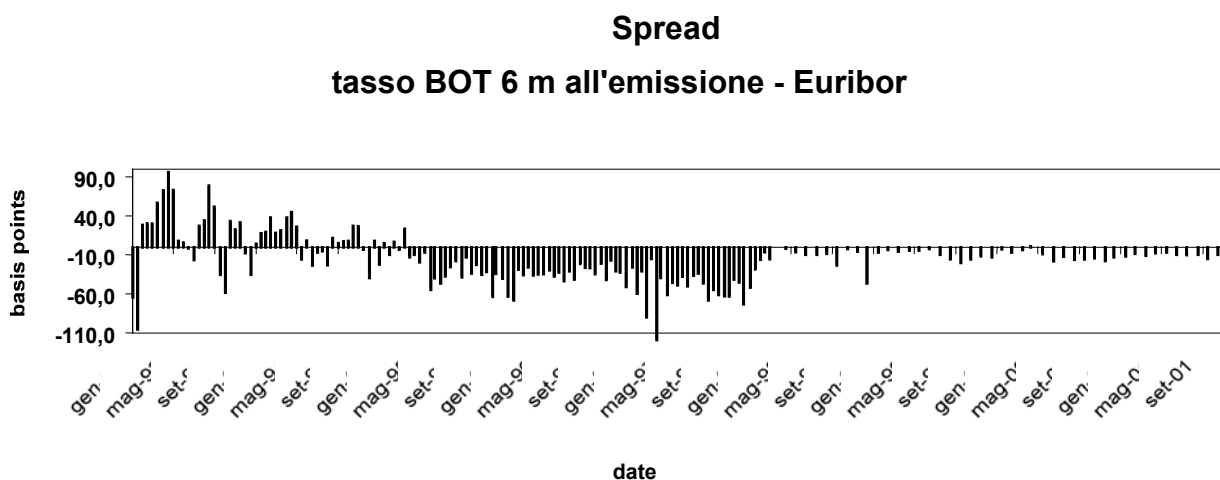
Nell'ambito della più generale politica di gestione del debito pubblico un ruolo particolare è rivestito dalle operazioni di *cash management*. Il Tesoro, come noto, già a partire dallo scorso anno, ha stabilito di destinare le emissioni del BOT trimestrale e quelle dei cosiddetti "mini - BOT" a copertura esclusiva delle esigenze temporanee di liquidità. Proseguendo su questa linea, il Tesoro conterà su una più attiva gestione della liquidità per:

1. realizzare una riduzione del costo attraverso l'identificazione e l'uso di idonei strumenti di copertura delle esigenze di finanziamento a breve che evitino il ricorso alle emissioni a medio/lungo termine;
2. ridurre e stabilizzare le fluttuazioni del saldo del conto disponibilità, attraverso una presenza continua del Tesoro sui mercati monetari, nel rispetto dell'efficienza e trasparenza dei mercati e di concerto con le competenti Autorità Monetarie,.

Nel corso dell'anno 2001 il Programma di raccolta in Commercial Paper e di mini-BOT ha garantito al Tesoro una maggiore flessibilità nell'accesso al mercato dei capitali, permettendo singole emissioni su scadenze differenziate ed ottimizzando il *matching* con i flussi del conto disponibilità. Per il 2002 il Tesoro continuerà ad avvalersi di questi strumenti. Inoltre, verrà attivata la possibilità di effettuare pronti contro termine tramite la realizzazione di un sistema stabile ed automatico di intervento che, oltre a permettere all'Emittente di effettuare operazioni allo scopo di impiegare e/o raccogliere risorse finanziarie a breve e brevissimo termine, potrà determinare sensibili effetti positivi sulla liquidità del mercato secondario stesso.

## 5.3 BOT Semestrali e CCT

Le quantità offerte del BOT semestrale terranno conto dei flussi in scadenza e dell'esigenza di garantire efficienza al mercato dei CCT. Questo strumento, infatti, è l'unico titolo pubblico a tasso variabile che presenta una liquidità paragonabile a quella dei titoli a tasso fisso.



L'interesse per questi titoli è fortemente cresciuto negli ultimi due anni in virtù della progressiva stabilizzazione dello spread BOT semestrale - Euribor che il Tesoro ha perseguito mediante un'opportuna politica di emissione del BOT a 6 mesi. Attualmente lo spread si è ormai attestato intorno ai 10 bp e la sua volatilità è circa 1/6 di quella di 4 anni fa. **Il Tesoro, pertanto, emetterà regolarmente CCT all'inizio di ogni mese, prevedendo il collocamento sul mercato di non meno di 3 nuovi titoli con un flottante medio tra i 10-13 miliardi di Euro.**

#### 5.4 I BOT annuali

Per quanto invece riguarda il BOT annuale, si proseguirà nella politica di graduale disinvestimento iniziata lo scorso anno allo scopo di contenere il rischio di tasso d'interesse.

#### 5.5 BTP

In continuità con la politica di emissione seguita negli ultimi anni, in questo comparto verranno offerte le tradizionali scadenze (3, 5, 10, e 30 anni). Il prossimo anno, le emissioni di BTP seguiranno il seguente schema:

<i>Tipologia titolo</i>	<i>Numero nuovi titoli nel 2002</i>	<i>Flottante da raggiungere a fine emissione</i>	<i>Frequenza di emissione</i>
BTP 3 anni	5-6	<b>9-12 mld Euro</b>	Inizio e 2a metà mese
BTP 5 anni	2-3	<b>12-15 mld Euro</b>	2a metà mese
BTP 10 anni	1	<b>18-22 mld Euro</b>	Inizio mese
BTP 30 anni	1	<b>22-26 mld Euro</b>	Una volta per trimestre (febbraio o marzo, maggio, settembre e novembre)

#### 5.6 CTZ

Per quanto riguarda il CTZ, il Tesoro proseguirà nella politica di graduale riduzione dello stock esistente. Il Tesoro continuerà con emissioni regolari due volte al mese, almeno nei primi sei mesi. Nella seconda parte dell'anno, compatibilmente con le condizioni di mercato, il Tesoro intende rivolgersi al mercato per il collocamento di questo strumento con frequenza minore.

Complessivamente si prevede di emettere 3-4 nuovi titoli per un flottante medio pari 9-10 mila milioni di Euro.

### 6. Le innovazioni: il concambio

Il prossimo anno verrà proposto un programma per lo scambio di titoli prossimi alla scadenza con titoli in corso di emissione (concambio). L'obiettivo è di rendere maggiormente uniforme il profilo delle scadenze e consentire un più regolare ricorso al mercato.

Al fine di agevolare gli investitori, le operazioni di concambio potranno essere effettuate in duplice modalità:

1. tramite asta, seguendo le modalità utilizzate per i *buy back* effettuati a valere sul fondo di ammortamento. Tali operazioni verranno effettuate preferibilmente a metà mese, in concomitanza con le aste dei BTP a 3 e 5 anni.
2. operando direttamente sul mercato secondario regolamentato dei titoli di Stato, sfruttando le opportunità offerte dalla tecnologia esistente.

Tali operazioni saranno riservate ai soli Specialisti in titoli di Stato, dal momento che essi rappresentano gli operatori più attivi sul mercato secondario e sui quali il Tesoro si affida per mantenere elevate condizioni di liquidità ed efficienza.