

# LINEE STRATEGICHE DELLA GESTIONE DEL DEBITO PUBBLICO

## 1. I risultati conseguiti negli ultimi anni.

### *1.1. Gli obiettivi della gestione del debito nell'ultimo quadriennio.*

Negli ultimi anni il Tesoro, in qualità di gestore del debito pubblico, ha impresso notevoli cambiamenti alla struttura delle sue passività, con l'obiettivo di ridurre l'esposizione alla volatilità dei tassi di interesse e di attenuare la frequenza del ricorso al mercato. Tale politica è stata perseguita tenendo conto dell'esigenza di contenere il costo di finanziamento, accompagnando il processo di strutturale riduzione dei tassi di interesse dovuto alla nascita dell'Euro con politiche di gestione miranti a favorire la liquidità dei titoli emessi. Al perseguimento dei suddetti obiettivi hanno contribuito anche l'uso del Fondo Ammortamento dei Titoli di Stato, istituito con lo scopo di ridurre lo stock del debito mediante gli introiti dalle privatizzazioni, ed il ricorso ad una serie di innovazioni introdotte nella politica di emissione.

### *1.2. Le azioni intraprese.*

#### *1.2.1 Riduzione dell'esposizione alle variazioni dei tassi di interesse: i mutamenti intervenuti nella composizione del debito*

La riduzione dell'esposizione al rischio di tasso di interesse è stata ottenuta mediante un sensibile mutamento della composizione del debito pubblico. Ponendo a confronto la situazione alla fine del 1993 con quella di fine Ottobre 2000, è possibile notare come la componente dei titoli a tasso fisso a medio – lungo termine sia più che raddoppiata. In particolare, la quota dei BTP è cresciuta dal 27,8% (fine 1993) al 56% (fine Ottobre 2000), portando la quota del debito a tasso fisso a circa il 62% del totale, se si includono i Certificati del Tesoro Zero-Coupon (CTZ).

Allo stesso tempo, il comparto a breve termine e a tasso variabile ha subito un forte ridimensionamento. La quota dei CCT è scesa dal 34% (fine 1993) al 20,9% (fine Ottobre 2000), mentre quella dei BOT è scesa dal 25% al 9,8%.

Per effetto di questo radicale mutamento nella composizione del debito, la vita media è passata dai 3 anni del 1993 ai 5,7 anni di fine Ottobre 2000, mentre la durata finanziaria del debito è passata da 1,6 anni del 1993 ai 3,6 anni di fine Ottobre 2000.

### *1.2.2 Riduzione del costo di finanziamento: la liquidità dei titoli di Stato ed il ruolo del programma di emissioni sindacate*

La liquidità degli strumenti emessi è il fattore principale sul quale il Tesoro ha puntato per ottenere una riduzione strutturale del costo di finanziamento, operando sul mercato primario in modo da favorire l'efficienza delle contrattazioni sul mercato secondario.

In primo luogo è stato ridotto il numero di nuovi titoli emessi in un anno, aumentando il flottante medio di ciascuna emissione. Successivamente è stato diminuito il numero delle aste mensili: oggi soltanto il BTP con scadenza a 3 anni continua ad essere offerto 2 volte al mese, considerata l'esigenza di non creare concentrazioni di scadenze nel medio periodo.

Questa politica ha favorito il raggiungimento di un elevato livello di efficienza delle contrattazioni sul mercato secondario. A questo riguardo è utile ricordare che oggi i volumi di negoziazione registrati sul mercato secondario sono molto elevati (10 miliardi di Euro su base giornaliera) e caratterizzati da *spread* denaro - lettera estremamente contenuti, non solo sui titoli *benchmark* a 10 anni (1 – 2 centesimi di prezzo), ma anche sulle emissioni meno liquide (4-5 centesimi di prezzo in media per tutti i restanti titoli con scadenza dai 3 ai 30 anni). Questi risultati sono altresì il frutto di un efficiente sistema di regole di contrattazione (utilizzo di un circuito telematico, un sistema di operatori principali che si assumo l'obbligo di pubblicare quotazioni impegnative per un minimo di 2,5 milioni di Euro) che assicura la liquidità del mercato secondario in ogni condizione di mercato.

Un contributo rilevante per la riduzione del costo di finanziamento è poi provenuto dall'utilizzo del programma di emissioni in valuta (inclusi i commercial paper) e dei prestiti sindacati studiati per rispondere alle specifiche necessità degli investitori (Programma di E-MTN) che, attraverso la flessibilità delle strutture proposte, hanno consentito di meglio rispondere alle preferenze degli investitori e quindi di emettere titoli ad un costo inferiore a quello di analoghe strutture offerte sul mercato domestico. Tali programmi hanno, poi, contribuito alla diffusione dei titoli di Stato domestici presso gli investitori internazionali.

Infine, grazie alla diversa composizione del debito, i titoli di Stato italiani hanno raggiunto una presenza di notevole rilievo negli indici obbligazionari internazionali, in media superiore a quello di Germania e Francia. Pertanto, sono sempre più numerosi gli investitori che si interessano al mercato dei titoli di Stato italiani per cercare di replicare l'andamento dei *benchmark*.

### 1.2.3 Riduzione del costo di finanziamento: il ruolo del Fondo Ammortamento dei titoli di Stato

Gli ultimi anni sono stati caratterizzati anche dalla realizzazione di operazioni di rimborso titoli e buy-back a valere sul Fondo di Ammortamento dei Titoli di Stato, programma avviato dal Tesoro con l'obiettivo di utilizzare le entrate provenienti dalle significative operazioni di privatizzazione compiute negli anni '90 per ridurre lo stock del debito pubblico. Istituito nel 1993, tale Fondo, nell'ultimo quinquennio, è stato alimentato per un importo complessivo pari circa a 61 miliardi di Euro. Attraverso le operazioni di buy-back, effettuate prevalentemente mediante un meccanismo d'asta (*reverse auction*) riservato agli Specialisti, il Tesoro ha potuto ritirare dal mercato titoli di Stato per un volume pari circa a 25 milioni di Euro; mediante le operazioni di rimborso il Tesoro ha ridotto lo stock del debito per un ammontare pari circa a 39 miliardi di Euro. Nella tabella che segue vengono riportati gli importi relativi alle singole operazioni ed i titoli che ne hanno costituito l'oggetto.

**Tabella 1: Buy-back e rimborsi effettuati dal Tesoro nel periodo 1995-2000 a valere sul Fondo Ammortamento Titoli di Stato (milioni di Euro)**

Buy-back					Rimborsi					
Anno	BOT	CTZ	CCT	BTP	CTO	CCT	BTP	CTE	CTZ	Totali
1995			871	1.985	-	-	-	-	-	2.856
1996			1.528	643	2.302	-	2.324	-	-	6.797
1997			3.787	1.068	-	-	7.747	-	-	12.602
1998			-	-	-	69	1.759	-	9.539	11.367
1999			3.688	-	-	950	6.575	1.500	6.410	19.123
2000	57,5	915,6	2.949	7.353						11.275
<b>Totali</b>	<b>57,5</b>	<b>915,6</b>	<b>12.823</b>	<b>11.049</b>	<b>2.302</b>	<b>1.019</b>	<b>18.405</b>	<b>1.500</b>	<b>15.949</b>	<b>64.020</b>

Le scelte dei titoli di riacquistare sono state compiute in base a criteri coerenti con gli obiettivi generali della gestione del debito illustrati all'inizio di questa sezione. In particolare mediante le aste di buy-back, il Tesoro ha potuto ritirare debito dal mercato a condizioni vantaggiose in termini di costo e ridurre le concentrazioni di volumi di titoli in scadenza in uno stesso giorno o mese.

#### ***1.2.4 Le innovazioni***

Nell'ultimo anno il Tesoro, attenendosi ai principi di trasparenza, regolarità e prevedibilità delle emissioni, ha introdotto una serie di importanti innovazioni al fine di incrementarne il grado di efficienza complessiva della politica di gestione del debito. Oltre a quelle già ricordate al paragrafo 1.2.2, occorre ricordare che sono stati emessi per la prima volta BOT con scadenza inferiore ai 3 mesi come strumenti di *cash-management*, ossia finalizzati a coprire temporanee esigenze di liquidità.

Per quanto riguarda i BOT a 6 mesi, a partire dal mese di novembre 2000, il Tesoro ha offerto agli Specialisti in titoli di Stato l'opportunità di usufruire di riaperture riservate, così come già accade per il comparto a medio – lungo termine, per importi di norma pari al 10% del quantitativo offerto in asta. Il Tesoro, inoltre, ha introdotto la possibilità per gli operatori di presentare offerte in asta per i BOT potendo inserire anche la terza cifra decimale.

Su tutti i titoli, poi, è stato prolungato il tempo a disposizione degli Specialisti per presentare le offerte di acquisto, in sede di riapertura riservata, sino alle ore 12 del giorno successivo a quello dell'asta.

Nel corso del 2000 è stata modificata, infine, la cadenza di emissione del BTP a 5 anni, offerto ormai esclusivamente a metà del mese, così da razionalizzare il calendario delle aste di questo comparto e incrementare la liquidità del titolo in questione.

### ***1.3 I risultati ottenuti***

#### ***1.3.1 Riduzione dell'esposizione alla volatilità dei tassi d'interesse***

Per quanto riguarda la sensibilità del costo del debito alla variazione dei tassi di interesse, i risultati della politica seguita negli ultimi 4 anni possono essere valutati considerando la riduzione dell'impatto sulla spesa per interessi di una variazione parallela della curva dei rendimenti di 1 punto percentuale. Nel 1996, l'impatto di una simile variazione sarebbe stato pari a 6.000 miliardi

di lire nel primo anno, 11.000 nel secondo e 16.000 nel terzo. Oggi tale variazione sarebbe pari a 4.500 miliardi di lire nel primo anno, 9.650 nel secondo e 11.600 nel terzo.

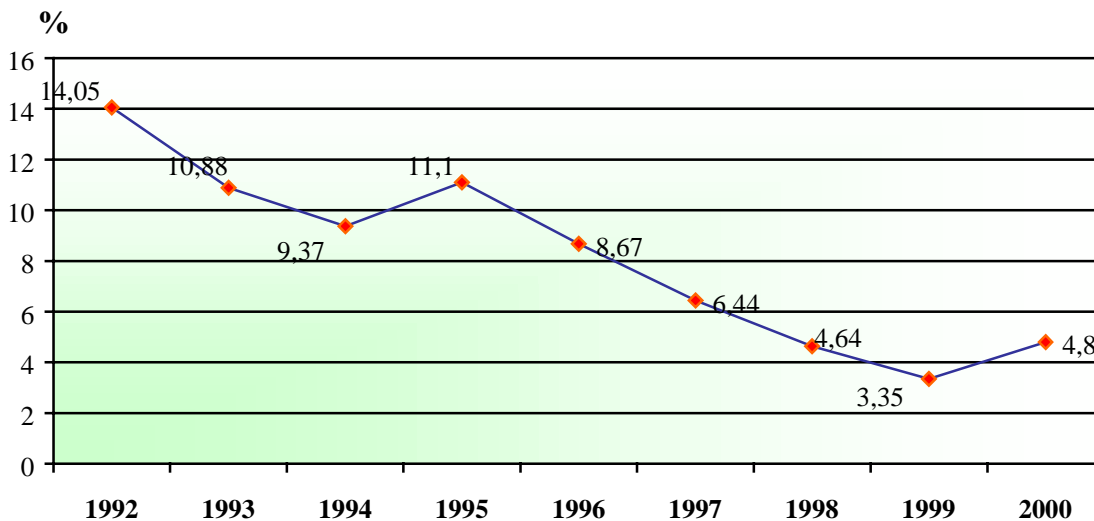
### 1.3.2 Riduzione della frequenza di ricorso al mercato

Per quanto concerne la distribuzione degli ammontari in scadenza, la politica di allungamento della vita media del debito ha sensibilmente ridotto la quota del debito in scadenza ogni anno portandola a meno di 1/3 del totale contro poco meno di 1/2 del 1995. Inoltre, nell'ambito di ogni singolo anno, la deviazione standard dei volumi giornalieri di titoli in scadenza è stata sensibilmente ridotta. Confrontando i dati del 1993 con quelli del 1999 si nota come tale variabile sia diminuita circa del 25% .

\*\*\*

Gli importanti traguardi raggiunti in termini di aumento della durata finanziaria del debito e di liquidità dei titoli, soprattutto per quanto riguarda il comparto a medio – lungo termine, hanno conferito un carattere strutturale al processo di riduzione e stabilizzazione del costo medio di finanziamento. Tale processo infatti, inizialmente indotto dalla fase di discesa e minore volatilità dei tassi di interesse negli anni che hanno preceduto la nascita dell'Euro (1997-1998), è continuato anche più recentemente nonostante i tassi abbiano esaurito il loro trend decrescente (1999, seconda metà). Ciò si può evincere dall'andamento del rendimento ponderato all'emissione dell'ultimo decennio (vedi Grafico 1).

**Grafico 1: Rendimento medio ponderato all'emissione**



Tuttavia, la riduzione del costo di finanziamento va ricondotta all'insieme delle strategie adottate in questi ultimi anni per la gestione del debito. Un ruolo specifico, infatti, va attribuito ai singoli interventi volti a riformare la politica di emissione. La razionalizzazione del calendario delle aste, ad esempio, è stata uno dei fattori che ha contribuito alla variazione, consolidatasi negli ultimi mesi, del valore del BTP a 5 anni passato, in termini di asset swap, da 7 bps a 17 bps al di sotto dell'equivalente tasso EURIBOR.

## **2. La strategia di gestione del debito pubblico nel medio periodo.**

### ***2.1 Obiettivi e vincoli.***

Nel prossimo biennio l'obiettivo della gestione del debito pubblico continuerà ad essere quello di garantire la copertura del fabbisogno dello Stato in modo da minimizzare il costo di finanziamento per un dato livello dei rischi finanziari, in particolare quello di rifinanziamento e quello di interesse. Sotto il profilo del contenimento dei rischi, la politica di gestione degli ultimi quattro anni ha impresso una notevole accelerazione al processo di allungamento della vita media e della durata finanziaria del debito, nonostante le dimensioni di quest'ultimo. Questo processo è stato perseguito in un contesto di tassi di interesse prevalentemente decrescenti, ma ha consentito di conferire al debito una struttura stabilmente più solida che lo ha reso sempre meno esposto a eventuali turbolenze sui mercati finanziari. In una prospettiva di medio periodo, compatibilmente con le condizioni prevalenti sui mercati finanziari, il Tesoro continuerà in questa azione sfruttando maggiormente le fasi di mercato in cui quest'ultima apparirà meno onerosa. Compatibilmente con l'evoluzione della domanda e degli ammontari in scadenza, e in un contesto di generale miglioramento della finanza pubblica (come richiesto dal Patto di Stabilità e Crescita e dal Trattato di Maastricht), la quota dei titoli a tasso fisso dovrebbe essere portata, nel medio periodo, a rappresentare circa i  $\frac{3}{4}$  dello stock complessivo del debito.

### ***2.2. Linee - guida.***

La politica di emissione continuerà ad ispirarsi alle seguenti linee - guida:

- liquidità delle emissioni e del mercato secondario dei titoli di Stato;
- trasparenza, regolarità e prevedibilità dell'azione del Tesoro;
- presenza regolare sui mercati internazionali.

Sull'intero spettro delle scadenze, le emissioni verranno pianificate in modo da garantire un flottante sufficientemente elevato ai titoli in corso di emissione, contribuendo a mantenere un mercato secondario efficiente.

Il perseguimento di alti livelli di liquidità andrà di pari passo anche con la diffusione dei titoli italiani tra gli investitori internazionali, con lo scopo di contare su una domanda sempre più stabile e su una distribuzione geografica quanto più uniforme.

L'azione del Tesoro continuerà, inoltre, a basarsi su emissioni regolari e prevedibili. Il calendario annuale delle emissioni per il 2001 è disponibile sul sito Web del Tesoro ([www.tesoro.it/publicdebt](http://www.tesoro.it/publicdebt)) dal mese di Ottobre 2000, con l'indicazione di tutte le date delle aste e di regolamento per tipologia di titolo. Saranno approntati puntualmente sia i programmi trimestrali, con l'indicazione dei titoli che verranno emessi nel trimestre successivo, e sia gli annunci che precedono le aste, con l'indicazione dei quantitativi da emettere all'asta successiva. La tipologia offerta seguirà il seguente schema mensile:

	Prima quindicina	Seconda quindicina
Cash Management	<b>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</b>	
Bills		
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		X
7 anni CCT	X	

La trasparenza dell'azione del Tesoro verrà alimentata con il continuo aggiornamento del sito Web ed assicurata da un collaudato sistema di collocamento tramite asta. L'elevato livello di affidabilità del nostro sistema di collocamento è stato ampiamente dimostrato sia durante il week-end di conversione in Euro dei titoli di Stato e sia durante il passaggio al nuovo millennio. In queste occasioni il Tesoro italiano è stato l'unico emittente in Europa a rispettare il programma di emissione effettuando regolarmente l'asta a cavallo dell'anno. Va altresì notato che il sistema *telematico* con cui vengono realizzate le aste, consentendo l'accesso di operatori anche al di fuori

del territorio nazionale, offre l'opportunità di ampliare la base degli operatori partecipanti, senza pregiudicare gli elevati standard di sicurezza raggiunti.

I tempi che intercorrono tra la chiusura dell'asta e la comunicazione dei risultati sono stati ridotti a circa 20 minuti. Le informazioni fornite fanno riferimento a più aste realizzate in uno stesso momento, nelle quali partecipa mediamente un numero di operatori più elevato che in altri Paesi (circa 40), in condizioni di elevata garanzia di sicurezza e trasparenza accordata ugualmente a tutti gli operatori partecipanti all'asta stessa.

Nel prossimo biennio il Tesoro, con la collaborazione della Banca d'Italia, verificherà la possibilità di ridurre ulteriormente i tempi in questione e di aumentare il grado di efficienza dei meccanismi d'asta.

Mediante i proventi dalle privatizzazioni programmate per i prossimi anni, il Tesoro intende proseguire nel programma di buy-back e di rimborsi a valere sul Fondo di Ammortamento, secondo le modalità sopra illustrate. Le finalità che guideranno le scelte del Tesoro nello sviluppo di questo programma continuano ad essere le seguenti:

- ridurre lo stock del debito, in linea con quanto richiesto dal Patto di Stabilità e Crescita;
- minimizzare il costo del debito mediante il riacquisto sul mercato dei titoli più onerosi per l'emittente, contribuendo in questo modo al riallineamento delle condizioni dei diversi titoli di Stato sul mercato secondario;
- rendere il profilo dei volumi di titoli in scadenza più uniforme.

### ***2.3. Il programma di emissioni sindacate***

Il programma di emissioni sindacate in valuta estera ed in Euro contribuisce a contenere il costo del debito sia direttamente che indirettamente.

Da un lato, infatti, le emissioni di tipo opportunistico (MTN) sono mirate – attraverso la flessibilità delle strutture proposte – a estrarre valore dalle preferenze di investitori specifici e quindi ad emettere titoli ad un costo inferiore a quello di analoghe strutture offerte sul mercato domestico.

Dall'altro, le emissioni in valuta caratterizzate da un'elevata liquidità (*benchmark*) consentono di avvicinare un numero crescente di investitori globali ai titoli domestici emessi dal Tesoro, concorrendo in prospettiva ad allargare la base degli investitori dei titoli domestici e, quindi, a generare competizione dal lato della domanda.

Ambedue le strategie contribuiscono, inoltre, a contenere l'offerta di titoli domestici con i conseguenti vantaggi di costo.



Dati gli obiettivi del programma, il suo ammontare dipende, in modo prevalente, dalle condizioni dei mercati finanziari.

### **3. Programma di emissioni per l'anno 2001**

#### ***3.1. Programma di emissione dei titoli domestici***

Analogamente all'anno in corso, per il 2001 il calendario delle emissioni prevede la seguente cadenza delle aste: nella prima metà di ogni mese verranno emessi i BTP a 3 e a 10 anni, i CCT a 7 anni, i BOT a 3 e 12 mesi ed i CTZ a 24 mesi; nella seconda metà i BTP a 3, 5 anni e 30 anni, i BOT a 6 mesi ed i CTZ a 24 mesi.

Il principio per cui le date di regolamento delle aste vengono calibrate sulla valuta di regolamento dei titoli in scadenza rimarrà valido anche per il 2001, al fine di ridurre le oscillazioni della liquidità del sistema.

#### ***3.2. Il cash management***

Come annunciato nel programma di emissione dell'ultimo trimestre dell'anno in corso, i BOT a 3 mesi o con durata diversa dai 3 mesi saranno impiegati quali strumenti di tesoreria.

In caso di emissioni di titoli di durata trimestrale, questi seguiranno il calendario di emissioni ordinario, mentre i BOT con durata diversa dai 3 mesi, potranno essere offerti anche al di fuori di detto calendario e verranno annunciati con specifico comunicato.

La gestione della liquidità si baserà anche sul programma di Commercial Paper, che consente di aver accesso al mercato internazionale a costi estremamente interessanti e sul ricorso al mercato interbancario.

#### ***3.3. I BOT a 6 e 12 mesi***

Come noto, i BOT rappresentano uno strumento di grande appetibilità per gli investitori finali e per le tesorerie degli intermediari finanziari ai fini della gestione della liquidità. Questa composizione della domanda ha come conseguenza un livello di contrattazioni sul mercato secondario estremamente contenuto, circostanza che rende difficoltoso per l'emittente decidere i quantitativi delle nuove emissioni. Occorre, poi, considerare che la domanda degli investitori individuali, ancora consistente su questi strumenti, è molto poco prevedibile.

Per garantire maggiore efficienza al mercato dei CCT, assicurando una migliore corrispondenza tra domanda ed offerta di BOT a 6 e 12 mesi, la politica di emissione di questi strumenti sarà opportunamente calibrata. Pertanto, le emissioni dei **titoli a 6 mesi** saranno regolari e significative nell'ammontare. Inoltre, continueranno ad essere offerti in riaperture riservate agli Specialisti per quantitativi normalmente pari al 10% dei volumi offerti in asta. In questa prima fase, destinata a durare almeno fino a Marzo 2001, ad ogni singolo Specialista verrà riservata una percentuale in relazione alle aggiudicazioni delle ultime 3 aste, così come avviene per i titoli a medio – lungo termine. In una seconda fase tale quota sarà parametrata sia alla performance in asta, sia a quella sul mercato secondario, al fine di stimolare una maggiore liquidità dello strumento.

Prevedendo tali riaperture, il Tesoro si è dotato di un meccanismo aggiuntivo per rifornire il mercato di tali titoli, con l'obiettivo di rendere più efficiente il meccanismo di collocamento. D'altra parte le caratteristiche di tali riaperture, così come appena illustrate, garantiscono che l'accesso a questo "serbatoio" titoli avvenga secondo un criterio di equità, dal momento che ogni operatore Specialista vi può attingere esclusivamente in base al comportamento assunto in asta e alla performance registrata sul secondario.

Una volta valutato l'esito di questa innovazione, il Tesoro non esclude l'eventualità di introdurre delle altre, come ad esempio, quella di riprendere ad emettere uno stesso prestito mediante tranche successive, così come avviene per il comparto a medio - lungo termine.

Tenendo conto dell'andamento della domanda, monitorata anche mediante il contributo degli Specialisti in titoli di Stato, le emissioni di **BOT a 12 mesi** saranno significative fino al mese di Marzo 2001, quando gli ultimi CCT che vi indicizzano avranno fissato la rispettiva ultima cedola. Successivamente gli importi offerti in asta potrebbero essere gradualmente ridotti. Infine, con le stesse modalità previste per i titoli semestrali, anche per i BOT annuali si procederà ad emettere tranche riservate agli Specialisti.

Naturalmente la rilevanza maggiore data al BOT a 6 mesi rispetto al BOT 12 mesi nelle emissioni dell'anno 2001 verrà bilanciata nell'ambito della politica di emissione, per tenere conto degli effetti sulla vita media del debito.

### **3.4. IBTP**

Il Tesoro intende proseguire con regolarità nelle emissioni delle tradizionali scadenze (3, 5, 10 e 30 anni). Allo scopo di preservare e ove possibile aumentare la liquidità di tali strumenti, tuttavia, la

politica di emissione dei titoli a 3 e 5 anni seguirà una strategia diversa da quella prevista per il 10 ed il 30 anni.

Per queste ultime scadenze i traguardi raggiunti in termini di liquidità, se valutati rispetto agli altri paesi, sono ormai di assoluto rilievo. Si ricorda, infatti, che gli spread denaro – lettera sono pari circa a 2 centesimi per il titolo decennale e a 6 centesimi per quello trentennale, ben inferiori ai corrispondenti titoli tedeschi (rispettivamente 12 centesimi e 25 centesimi) e francesi (rispettivamente 12 centesimi e 15 centesimi). Per quanto riguarda sia il titolo a 10 anni che quello a 30 anni, dato il ruolo svolto dalla dimensione del flottante per favorire la liquidità, i volumi di emissione per ogni tranche saranno consistenti ed il numero dei nuovi titoli contenuto.

Per quanto riguarda il comparto a 3 e 5 anni, vista la necessità di contenere il rischio di rifinanziamento, il Tesoro potrà basarsi solo limitatamente sulla dimensione del flottante mentre giocherà un ruolo fondamentale l'azione di promozione di tali titoli a livello europeo, mediante contatti diretti con investitori.

Ne consegue che nel prossimo anno le emissioni di BTP, per numero di titoli e flottante indicativo da raggiungere, avranno caratteristiche sensibilmente diverse passando dal segmento 3 – 5 anni a quello 10 – 30 anni.

La tabella che segue illustra le modalità di emissione dei nuovi titoli per il 2001:

<b>Tipologia</b>	<b>Numero dei nuovi titoli da emettere nell'anno</b>	<b>Flottante indicativo da raggiungere con le riaperture (miliardi Euro)</b>	<b>Frequenza</b>
BTP 3 anni	Massimo 4	8-10	Inizio e 2a metà mese
BTP 5 anni	Massimo 3	11-14	2a metà mese
BTP 10 anni	Massimo 2	18-22	Inizio mese
BTP 30 anni	Continuerà ad essere emesso il BTP 05/31	23-27	2a metà mese

### **3.5. I CCT**

Il CCT continuerà ad essere emesso con regolarità ed in modo da esaltarne le caratteristiche. A tale scopo verrà aumentato il flottante medio di ciascun titolo e verrà ridotto il numero dei prestiti in circolazione. Il titolo verrà sempre offerto una volta al mese e beneficerà di una politica di

emissione dei BOT a 6 mesi volta a garantire un elevato livello di efficienza del relativo mercato primario e secondario.

Pertanto, il CCT si confermerà nel suo ruolo di strumento a disposizione delle Tesorerie degli intermediari finanziari, dati i bassi costi di transazione (bid-ask spread medio di 2 centesimi) e l'alto volume di scambi sul mercato secondario (nel periodo Agosto – Ottobre 2000 è stato in media di 1,2 – 1,5 miliardi di Euro su base giornaliera).

### **3.6. I CTZ**

Nel prossimo anno il CTZ a 18 mesi non verrà più offerto. Questa scelta risponde a due diverse esigenze.

Da un lato il Tesoro intende continuare a semplificare la composizione dell'offerta di titoli con cui si rivolge al mercato.

Dall'altro lato, nell'ambito della riorganizzazione dell'intero comparto dei titoli a breve termine, l'emissione di titoli CTZ a 18 mesi attraverso tranche successive determina una situazione di "affollamento" di offerta sulle scadenze vicino all'anno, se si tiene conto dell'emissione del BOT a 12 mesi. Coerentemente con le linee guida sopra illustrate, il Tesoro sta operando per evitare quanto possibile questo tipo di situazioni non solo al fine di eliminare concentrazioni di volumi di titoli in scadenza, ma anche per limitare eventuali effetti indesiderati in termini di costo, dovuti all'offerta nella medesima asta o in aste ravvicinate di strumenti troppo simili.

Lo stesso tipo di argomentazione può essere svolta se si considerano congiuntamente le due tipologie di CTZ oggi in emissione, vale a dire quella a 24 mesi e quella a 18 mesi. Le riaperture di nuove tranche della prima determinano l'emissione di un prodotto sempre più simile al secondo, con le conseguenze negative sopra illustrate con riferimento al CTZ a 18 mesi ed il BOT a 12 mesi.

I volumi di CTZ a 24 mesi che saranno offerti in ogni mensilità saranno mediamente inferiori a quelli offerti nell'anno in corso sommando le due tipologie di titoli. Inoltre, al fine di ridurre l'offerta complessiva dei titoli a breve termine, i CTZ offerti saranno progressivamente ridotti nell'arco del biennio.