

Linee guida della gestione del debito per il 2003-2004

1. Obiettivi della gestione del debito.

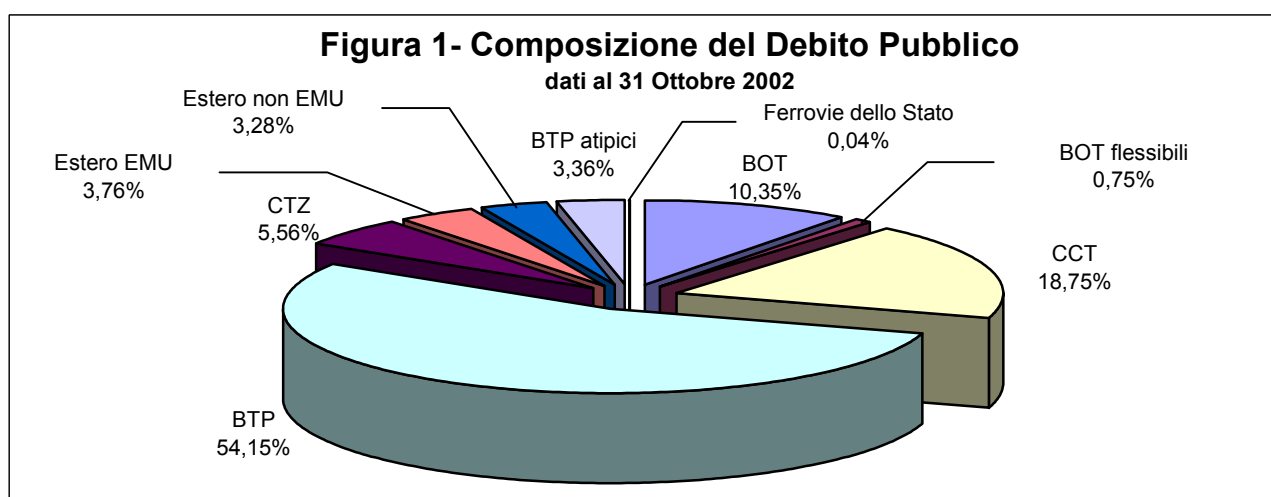
L'obiettivo di una efficiente gestione del debito è di assicurare la copertura del fabbisogno pubblico e il rifinanziamento del debito in scadenza, scegliendo una strategia che combini in modo ottimale rischio e costo del finanziamento.

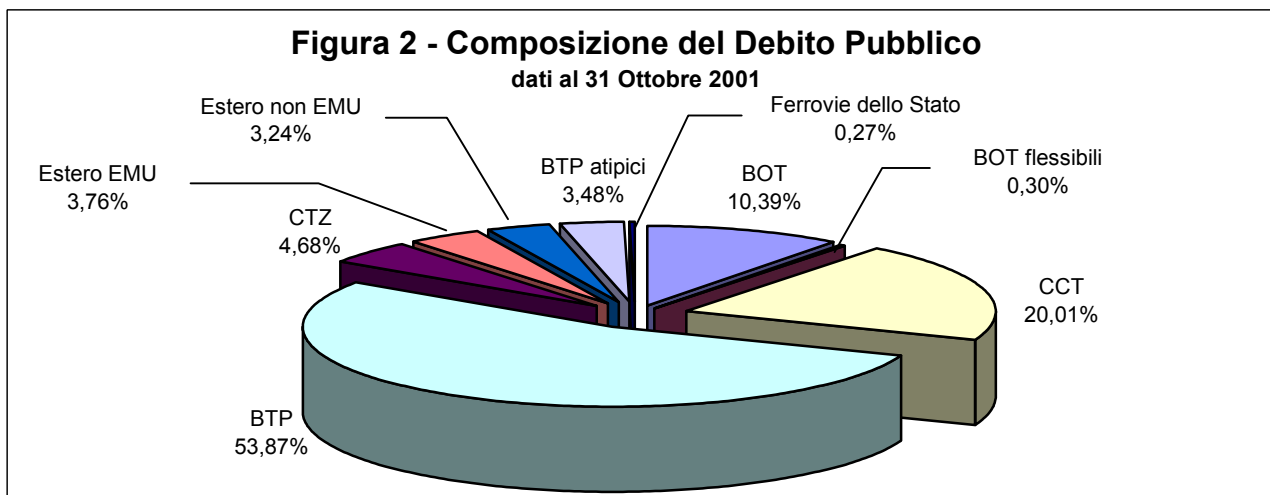
A partire dalla metà degli anni novanta la politica di gestione è stata condotta in modo da ottenere una composizione del debito compatibile con l'esigenza di contenere la sensitività del costo di finanziamento ai tassi di interesse (rischio di tasso). Negli ultimi anni, inoltre, si è posto particolare rilievo alla gestione del rischio di rifinanziamento, implicito nel profilo delle scadenze, mediante una strategia di emissione opportunamente calibrata e, a partire dal 2002, anche attraverso l'attivazione del programma di concambio.

2. La politica di gestione del debito nell'anno 2002

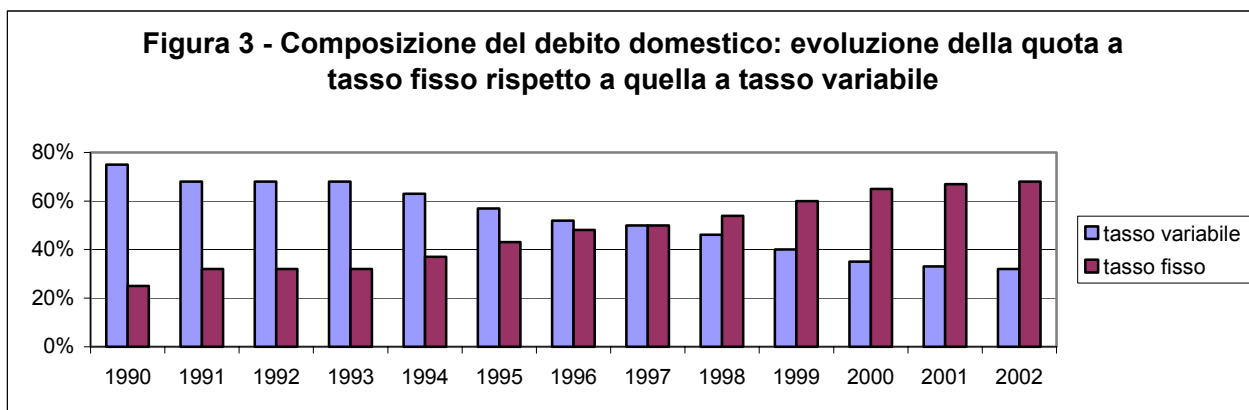
2.1. L'evoluzione della composizione del debito

La politica di emissione seguita nel 2002 non ha determinato grandi variazioni della struttura del debito rispetto allo scorso anno. La quota dei titoli a tasso fisso a medio-lungo termine (BTP e CTZ) è rimasta intorno al 63%; quella dei CCT si è lievemente ridotta (dal 20,01% del 2001 al 18,75% del 2002) per effetto di un rinnovo non integrale del volume di scadenze del 2002 (pari a circa 56 miliardi di euro). La quota dei titoli a breve termine (BOT) è lievemente aumentata (dal 10,69% del 2001 all'11,1% del 2002) per effetto del forte incremento della domanda per strumenti con scadenza inferiore all'anno, dovuta alla elevata volatilità dei mercati finanziari nell'ultimo anno.





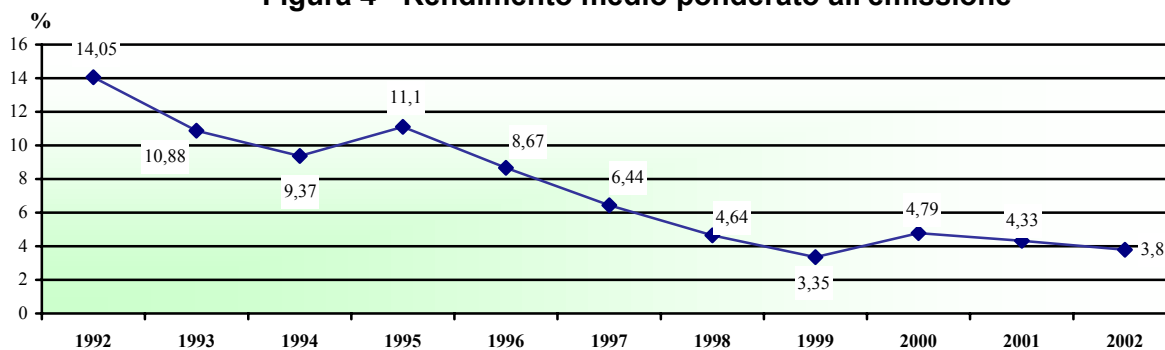
La composizione del debito domestico tra titoli a tasso fisso (BTP e CTZ) e titoli a tasso variabile (BOT e CCT) non è mutata rispetto a quella dello scorso anno (circa il 68% è rappresentato da titoli a tasso fisso e il 32% da titoli a tasso variabile). Continuando nel trend degli ultimi cinque anni, anche nel 2003 la politica di emissione si prefigge di contenere la quota dei titoli a tasso variabile tra il 25% ed il 30%.



2.2. I risultati conseguiti

La strategia perseguita nell'ultimo anno, formulata tenendo conto delle condizioni di mercato, ha consentito di ridurre ulteriormente il costo medio all'emissione, passato dal 4,33% del 2001 al 3,80% del 2002 (dato a fine ottobre).

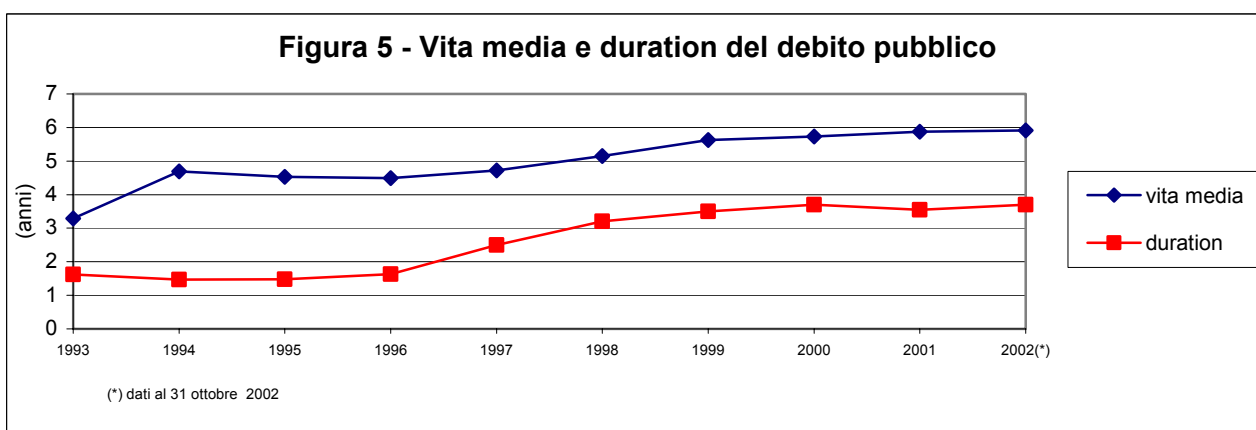
Figura 4 - Rendimento medio ponderato all'emissione



La vita media del debito ha registrato una moderata crescita, in linea con il trend registrato nell'ultimo triennio. In particolare, a fine ottobre 2002, la vita media è risultata pari a 5,91 anni rispetto ai 5,82 anni di fine ottobre 2001. Tale risultato è prevalentemente riconducibile ad una graduale ricomposizione del comparto BTP, con emissioni nette che, rispetto allo scorso anno, hanno visto un'espansione dell'area 15-30 anni rispetto all'area 5-10 anni. Nel corso del 2002, infatti, il Tesoro ha avviato un programma di BTP con scadenza a 15 anni. Dopo i due primi collocamenti effettuati tramite sindacato (per un ammontare complessivo di 6,5 miliardi di euro), dal giugno scorso il nuovo strumento è stato offerto tramite asta seguendo un regolare calendario di emissione.

La durata finanziaria (*McCauley duration*) del debito è passata dai 3,55 anni di fine 2001 ai 3,7 anni del 2002 (dato a fine ottobre).

Figura 5 - Vita media e duration del debito pubblico



2.3. Il programma di concambio

Tra le innovazioni più rilevanti del 2002 va menzionata l'attivazione di un programma di concambio, finalizzato a:

- ❑ gestire in maniera più efficiente il rischio di rifinanziamento;
- ❑ realizzare un profilo di flussi di cassa più regolare;
- ❑ garantire maggiore liquidità sul mercato secondario.

Nel corso dell'anno sono state realizzate otto operazioni con una quantità media scambiata di circa 900 milioni di euro a fronte di una richiesta media di 1.300 milioni di euro. Le scadenze oggetto del riacquisto sono state in prevalenza quelle del 2002, 2003, 2004, scambiate con titoli *benchmark* di maggiore durata.

Il meccanismo utilizzato è stato quello dell'asta marginale e con determinazione discrezionale, da parte del Tesoro, del prezzo di aggiudicazione e della quantità assegnata. In tempi brevi, è prevista l'attivazione di un sistema di intervento diretto e continuativo sul mercato secondario regolamentato dei titoli di Stato che possa garantire:

- ❑ maggiore flessibilità nella scelta dei titoli oggetto di concambio e nella tempistica delle operazioni;
- ❑ supporto del mercato secondario in situazioni di funzionamento inefficiente;
- ❑ riduzione del costo per il Tesoro grazie alla limitazione dei fenomeni di *front-running*.

3. Linee - guida della gestione del debito per il 2003

3.1. I criteri generali

La politica di emissione del Tesoro nel prossimo anno continuerà ad ispirarsi a criteri di:

- **trasparenza:** il principale elemento di trasparenza è rappresentato dall'uso dell'asta come metodo di emissione che consente, anche ai non residenti, l'accesso al mercato primario dei titoli di Stato. Inoltre, tutte le informazioni concernenti le emissioni del Tesoro e la gestione del debito sono disponibili sul sito Web della Direzione del Debito Pubblico (www.tesoro.it/publicdebt). L'attività di informazione al mercato è altresì garantita da frequenti incontri con gli investitori, sia nazionali che internazionali, e da continui contatti con gli Specialisti in titoli di Stato, con i quali vengono discussi gli aspetti più rilevanti della gestione del debito;
- **regolarità:** le aste dei titoli di Stato sono effettuate sulla base di un calendario annuale, reso noto agli investitori nel mese di novembre;
- **prevedibilità:** con le "Linee Guida" il Tesoro informa il mercato sull'orientamento della politica di gestione del debito per l'anno successivo, alla luce delle informazioni al momento disponibili. Rimanendo fedele ad un approccio *market-oriented*, durante l'anno l'offerta dei titoli viene calibrata coerentemente con le esigenze degli operatori, al fine di ridurre l'impatto sul mercato. A tal proposito, al termine di ciascun trimestre, viene pubblicato un calendario contenente tutte le informazioni concernenti i titoli in emissione nel trimestre successivo;
- **liquidità degli strumenti:** il numero dei nuovi titoli emessi per ogni comparto è deciso in modo da garantire un flottante congruo a ciascuno di essi, in relazione alla liquidità raggiunta sul mercato secondario. L'obiettivo è quello di garantire un elevato livello di efficienza delle contrattazioni.

Il rispetto di questi criteri, che in passato ha consentito un incremento della diversificazione degli investitori in titoli del debito pubblico italiano, sia in termini di distribuzione geografica che di

tipologia, continuerà ad essere garantito anche per i nuovi segmenti di mercato in cui il Tesoro intende essere presente a partire dal prossimo anno.

Il Tesoro sta considerando l'emissione di strumenti con scadenza superiore ai trenta anni (titoli Ultra-Long), per i quali si è constatato un significativo interesse da parte degli investitori istituzionali. Il Tesoro, inoltre, sta considerando la possibilità di emettere titoli indicizzati all'inflazione. Come in occasione dell'introduzione del BTP a 15 anni, i nuovi titoli saranno collocati mediante un sindacato, così da valutare il livello e la distribuzione geografica della domanda.

3.2. Il formato BTP e Eurobond

Oltre al formato BTP, caratterizzato da elevata liquidità, il Tesoro, nel corso del 2003, continuerà ad emettere nel formato Eurobond per venire incontro a esigenze specifiche di investitori, non soddisfatte dal programma di emissione domestico.

4. Programma di emissioni per l'anno 2003

4.1. Programma di emissione dei titoli domestici.

Anche quest'anno, nel corso del mese di novembre, è stato pubblicato, sul sito Web della Direzione del Debito Pubblico (www.tesoro.it/publicdebt), il calendario delle emissioni che contiene le date di annuncio e di regolamento delle aste 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:

Tabella 1 – Periodicità delle emissioni

	Prima quindicina	Seconda quindicina
Cash Management Bills – BOT 3 mesi	Emissione condizionata alle esigenze di cassa	
6 mesi BOT		X
12 mesi BOT	X	
24 mesi CTZ	(*)	X
3 anni BTP	X	X
5 anni BTP		X
10 anni BTP	X	
15 anni BTP	Il titolo verrà emesso in alternativa al 30 anni in relazione alla domanda espressa dal mercato	
30 anni BTP	Il titolo verrà emesso in alternativa al 15 anni in relazione alla domanda espressa dal mercato	
7 anni CCT	X	

(*) Si veda paragrafo 4.7.

4.2. Il cash-management

Il Tesoro, sin dall'anno passato, ha destinato le emissioni del BOT trimestrale e quelle dei cosiddetti "mini – BOT" alla copertura delle esigenze temporanee di liquidità.

Seguendo questa strategia, il Tesoro realizzerà progressivamente una gestione più attiva della liquidità, finalizzata alla riduzione delle fluttuazioni del conto disponibilità, in coerenza con gli obiettivi generali perseguiti nella gestione del debito.

Tale politica verrà condotta attraverso il ricorso agli strumenti attualmente in uso (sfruttando la flessibilità, in termini di quantità e di scadenze, offerta dai "mini-BOT") e tramite la ricerca di nuovi ed idonei strumenti di tesoreria, quali i pronti contro termine e il mercato dei depositi interbancari.

L'intera operatività rispetterà l'efficienza e la trasparenza dei mercati, in costante coordinamento con le autorità monetarie.

4.3. I BOT a sei e dodici mesi

Le quantità offerte del BOT semestrale terranno conto dei flussi in scadenza e dell'esigenza di garantire efficienza al mercato dei CCT. Sarà, pertanto, assicurata regolarità nelle emissioni e adeguatezza nei volumi offerti, sia nelle aste ordinarie sia nelle riaperture riservate agli Specialisti. L'ammontare di queste ultime verrà deciso di volta in volta in relazione ai risultati osservati in asta e alle condizioni di mercato.

Per quanto riguarda il BOT annuale, sarà offerto regolarmente un ammontare che favorisca una maggiore liquidità sul mercato secondario.

4.4. I Commercial Paper

La gestione della liquidità continuerà ad avvalersi del programma di Commercial Paper, puntando sulla flessibilità di questo strumento in termini di scadenze, quantitativi e tipologia di investitori coinvolti.

Nel corso del 2002 si è provveduto ad un allargamento dei dealer ammessi al programma, mentre per il prossimo anno è prevista:

- una maggiore partecipazione del Tesoro sul mercato statunitense, notevolmente più liquido di quello europeo;
- l'ampliamento della gamma delle scadenze offerte;
- l'utilizzo dei circuiti telematici di largo utilizzo tra gli operatori finanziari per la comunicazione delle offerte.

4.5. I CCT

Il Tesoro emetterà regolarmente questo strumento nella prima metà di ogni mese, prevedendo il collocamento sul mercato di non meno di 3 nuovi titoli con un flottante medio di 14 miliardi di Euro.

4.6. I BTP

BTP 30 anni	Non è prevista emissione di un nuovo <i>benchmark</i>	1 ^a o 2 ^a metà mese (*)
-------------	--	---

In continuità con la politica di emissione seguita negli ultimi anni, in questo comparto verranno offerte le tradizionali scadenze (3, 5, 10, 15 e 30 anni), secondo il seguente schema:

Tabella 2 – Emissioni di nuovi BTP nel 2003

<i>Tipologia titolo</i>	<i>Numero minimo di nuovi titoli nel 2003</i>	<i>Flottante da raggiungere a fine emissione (miliardi di euro)</i>	<i>Asta</i>
BTP 3 anni	Minimo 3	12 - 16	1 ^a e 2 ^a metà mese
BTP 5 anni	Minimo 2	14 - 18	2 ^a metà mese
BTP 10 anni	Minimo 2	18 - 21	1 ^a metà mese
BTP 15 anni	Minimo 1	14 - 18	1 ^a o 2 ^a metà mese (*)

(*) Il Tesoro si riserva di emettere il BTP a 15 anni o il BTP a 30 anni in relazione alla domanda espressa dal mercato.

Il Tesoro si riserva la facoltà di emettere le prime *tranche* dei titoli con scadenza superiore ai 10 anni mediante sindacato, al fine di garantire una maggiore efficienza del collocamento e una migliore diversificazione della distribuzione su base geografica e di tipologia degli investitori.

Il Tesoro si riserva, inoltre, di emettere il BTP a 15 anni o il BTP a 30 anni in relazione alla domanda espressa dal mercato.

4.7. I CTZ

Il Tesoro intende continuare a ridurre lo stock esistente del CTZ. Nel corso del 2003, tenendo conto dell'interesse per questo strumento da parte sia di investitori nazionali che internazionali, il Tesoro offrirà regolarmente il titolo a fine mese e si riserva di offrirlo anche nelle aste di metà mese.

Complessivamente si prevede di emettere non meno di 3 nuovi titoli con un flottante medio compreso tra i 11 e i 15 miliardi di euro.

5. Programma in valuta estera

Nel corso del 2003 il Tesoro continuerà ad essere presente sui mercati internazionali dei capitali attraverso una azione articolata su due fronti:

1. il programma *benchmark* in dollari USA, che occupa una importanza strategica nell'ambito della politica di emissioni della Repubblica;
2. l'attività di raccolta su altri mercati.

Nell'ambito del programma in dollari USA, il Tesoro si pone l'obiettivo di mantenere lo status di *benchmark* tra gli emittenti sovrani non americani. La politica di emissione continuerà ad assicurare la massima liquidità ai nuovi titoli, attraverso il raggiungimento di importi complessivi adeguati e, ove possibile, mediante l'accesso alla quotazione sulle principali piattaforme elettroniche. Il Tesoro sta concentrando sforzi sempre maggiori su un programma di relazioni con gli investitori, in particolare americani ed asiatici, volto a promuovere l'immagine della Repubblica come emittente globale e, conseguentemente, aumentarne l'interesse presso nuovi investitori. In questa maniera si

intende consolidare un canale di finanziamento affidabile che possa essere di complemento all'attività di emissione sul mercato domestico.

L'attività di raccolta su altri mercati, effettuata nell'ambito del programma di MTN che prevede la possibilità di emettere in numerose valute, sarà maggiormente guidata dalle opportunità di arbitraggio. Attraverso operazioni di minore importo, solo occasionalmente caratterizzate dallo status di *benchmark* nei rispettivi mercati, il Tesoro sarà in grado di rispondere con maggiore flessibilità al determinarsi di potenziali arbitraggi sui mercati internazionali rispetto ai livelli di *funding* che caratterizzano il programma di raccolta domestico.

In termini di volumi del programma, per il 2003 il Tesoro punterà ad una raccolta totale pari ad almeno 12 miliardi euro equivalenti, così suddivisi:

- almeno 10 miliardi di dollari nell'ambito del programma *benchmark* in dollari USA;
- il resto sugli altri mercati.