

2009

Linee guida
della gestione del debito pubblico

Ministero dell'Economia e delle Finanze
Dipartimento del Tesoro
Direzione Seconda



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico

Anno 2009

Premessa

Nel 2008 la gestione del debito pubblico (nella componente rappresentata dai titoli di Stato negoziabili) è stata significativamente influenzata dal susseguirsi degli accadimenti che hanno ulteriormente amplificato l'instabilità su tutti i segmenti del sistema finanziario internazionale, da quello monetario e interbancario a quello obbligazionario e azionario. A partire dal mese di Settembre, il quadro è divenuto ancora più critico per le conseguenze determinate dalla crisi patrimoniale e finanziaria di un numero molto ampio di operatori del settore (banche di investimento, banche commerciali, società di assicurazione, *hedge funds*, fondi di investimento, etc.), che ha determinato, in alcuni casi, il fallimento di alcuni di essi ed, in altri, interventi di salvataggio che hanno visto il coinvolgimento, sotto diverse forme, di governi e banche centrali.

Il segmento dei titoli governativi è stato pienamente investito da questi eventi, non solo perché su di esso si è riversato in modo massiccio l'interesse degli investitori indotti dalla necessità di ribilanciare i loro portafogli rispetto al comparto azionario e a quello degli investimenti più strutturati, ma anche perché la stessa crisi ha ridisegnato e sta ridisegnando profondamente la composizione, per tipologia, dei soggetti che vi operano e le modalità di funzionamento del mercato.

Nel perseguimento dell'obiettivo di garantire la copertura del Fabbisogno del Settore Statale, il Tesoro ha dovuto necessariamente tenere conto della mutata situazione dei mercati finanziari, al fine di continuare a garantire standard di efficienza adeguati, in termini di costo e rischio, all'attività di finanziamento, preservando nel contempo la piena trasparenza e prevedibilità delle decisioni di emissione, in un contesto di continuo e stretto dialogo con gli operatori di mercato.

A differenza degli scorsi anni, quest'anno le Linee Guida si concentrano sulla strategia di emissione per l'anno 2009, mentre un rendiconto sintetico ed analitico di quanto realizzato nel 2008 verrà pubblicato durante il mese di Gennaio 2009. Questa scelta si deve essenzialmente al fatto che non è sembrato opportuno procedere a riesaminare un anno così complesso come il 2008 prima ancora della sua chiusura. D'altra parte, come noto, l'esigenza degli investitori e degli operatori del mercato di conoscere quanto prima i profili della strategia di gestione del debito da parte del Tesoro per il prossimo anno non consente di procrastinare eccessivamente l'uscita di questo documento.

Il programma delle emissioni per il 2009

Introduzione

Sebbene per il 2009 il contesto di mercato si presenti sensibilmente diverso da quello degli scorsi anni, la strategia di gestione del debito continuerà ad essere finalizzata al contenimento del costo del debito nel medio periodo senza modificare l'esposizione ai rischi finanziari (in particolare di tasso di interesse e di rifinanziamento).

Le emissioni dei titoli di Stato continueranno ad ispirarsi ai principi di regolarità, trasparenza e prevedibilità che da un decennio caratterizzano la politica di emissione del Tesoro. Rimarrà fermo, pertanto, l'impegno a garantire liquidità ai titoli in corso di emissione (cosiddetti titoli *on-the-run*) sulla base del tradizionale calendario annuale delle aste e del programma di emissioni pubblicato trimestralmente.

Il Tesoro, tuttavia, per rispondere alle mutate condizioni della domanda e della liquidità sul mercato secondario adoterà un approccio più flessibile, riservandosi la facoltà di offrire, accanto ai titoli *on-the-run*, anche titoli non più in corso di emissione (cosiddetti titoli *off-the-run*), in linea con le decisioni adottate nel contesto di elevata volatilità dei mercati nel corso del 2008, in particolare dell'ultimo trimestre.

La scelta circa i titoli *off-the-run* che verranno offerti al mercato si baseranno prevalentemente sulla condizioni della domanda e sull'esigenza di contribuire al miglioramento dell'efficienza delle negoziazioni sul mercato secondario.

Le aste rimarranno lo strumento principale di collocamento dei titoli di Stato, garantendo l'accesso al mercato primario a condizioni di massima trasparenza ed uniformità per un ampia gamma di operatori nazionali ed internazionali.

Al fine di calibrare opportunamente gli importi in emissione in un contesto di elevata volatilità, il Tesoro, fino a quando permarranno le presenti condizioni, per i comparti dei titoli nominali a medio lungo termine, dei titoli indicizzati all'inflazione e dei CCT (sia nel caso di collocamento dei titoli *on-the-run* sia di quelli *off-the-run*) utilizzerà il meccanismo di asta con definizione discrezionale della quantità collocata, individuata tra un limite minimo e un limite massimo preventivamente annunciato.

Così come in passato, il meccanismo della sindacazione sarà utilizzato per l'introduzione dei nuovi *benchmark* nominali a lungo termine (BTP con scadenze superiori ai dieci anni) e indicizzati

all'inflazione dell'area dell'euro (BTP€). Nel caso in cui le condizioni della domanda e il contesto del mercato lo rendessero necessario, il collocamento mediante sindacato potrà essere adottato anche in circostanze diverse da quelle appena citate.

Per quanto riguarda gli strumenti a breve termine, le emissioni di BOT trimestrali e di scadenze non standard, accanto al regolare programma di emissione dei BOT semestrali ed annuali, saranno calibrate per la gestione di temporanee necessità di cassa.

Le emissioni in valuta ed i piazzamenti privati, così come per gli scorsi anni, mireranno a confermare la presenza del Tesoro sui mercati internazionali e ad ampliare la platea degli investitori; le decisioni di emissione saranno determinate sia dalle condizioni di domanda che da quelle di costo e saranno caratterizzate da un approccio ampiamente flessibile in termini di tempi e modalità di emissione.

Il programma di emissione dei titoli collocati mediante asta pubblica

Le aste di collocamento dei titoli nominali (BOT, CCT, CTZ e BTP) e dei titoli indicizzati all'inflazione, i BTP€, si svolgeranno secondo il calendario annuale pubblicato sul sito della Direzione del Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro (www.debitopubblico.it). Oltre alle date d'asta, il calendario riporta le date di annuncio e di regolamento delle diverse tipologie di titoli.

Come già nel 2008, per i titoli legati all'inflazione sono state indicate le date delle aste mensili, sebbene per detta tipologia di strumento il Tesoro si riserverà la facoltà di non procedere al collocamento nel caso in cui le condizioni di mercato non lo rendano opportuno.

Nel corso dell'anno, la pubblicazione dei *Programmi Trimestrali di Emissione* informerà gli investitori sui nuovi titoli che saranno emessi nel corso del trimestre successivo.

Per quanto riguarda i titoli zero coupon (BOT e CTZ), i titoli a 12 mesi e, eventualmente, i trimestrali saranno offerti nelle aste di metà mese, mentre i titoli semestrali ed i CTZ saranno offerti nelle aste di fine mese. L'emissione delle scadenze flessibili (cosiddetti mini-BOT), come di consueto, sarà determinata alle esigenze di cassa.

Per il comparto dei titoli a medio lungo termine, di norma, nelle aste di metà mese saranno offerti i BTP a 5 anni, mentre i BTP a 15 e 30 anni verranno offerti di volta in volta sulla base delle condizioni di mercato; nelle aste di fine mese saranno offerti i BTP a 3 anni e i BTP a 10 anni, i CCT nonché i titoli legati all'inflazione BTP€i. Ove le condizioni di domanda e gli sviluppi di mercato lo richiedano questo tipo di periodicità potrebbe essere modificato in modo da garantire un esito soddisfacente all'esito dei collocamenti. Non si può dunque escludere, ad esempio, che un BTP del segmento 3 anni (sia esso un *on-the-run* o un *off-the-run*) venga offerto nelle aste di metà mese o che un BTP dell'area 5 anni (sia esso un *on-the-run* o un *off-the-run*) venga collocato nelle aste di fine mese.

Ulteriori aste che il Tesoro dovesse tenere (sia di titoli a breve termine che di medio-lungo termine), al di fuori del suddetto calendario e in casi del tutto eccezionali, per rispondere ad esigenze di liquidità del mercato e della domanda, saranno annunciate utilizzando i consueti canali di comunicazione.

La tabella 1 di seguito riportata riassume la periodicità delle aste per ogni strumento.

Tabella 1: Periodicità delle Aste

	<i>Aste Metà Mese</i>	<i>Aste Fine mese</i>
<i>Bot Flessibili</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>3 mesi BOT</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>6 mesi BOT</i>		X
<i>12 mesi BOT</i>	X	
<i>24 mesi CTZ</i>		X
<i>3 anni BTP*</i>		X
<i>5 anni BTP*</i>	X	
<i>10 anni BTP*</i>		X
<i>15 e 30 anni BTP*</i>	<i>I due titoli saranno offerti in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>7 anni CCT*</i>		X
<i>BTP€i *</i>		X

* Per i titoli asteriscati non è escluso che questi possano essere offerti nelle aste a medio/lungo termine diverse da quelle in tabella.

Il comparto dei titoli nominali

I BOT e la gestione della liquidità:

Le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) continueranno ad essere condotte sulle scadenze tradizionali di 3, 6 e 12 mesi.

I BOT annuali verranno offerti con regolarità a metà di ogni mese e gli importi verranno determinati in funzione della domanda e delle condizioni di mercato.

Verrà poi garantita regolarità alle emissioni mensili dei titoli semestrali. Gli importi offerti nelle aste ordinarie come nelle riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato verranno calibrati in funzione dei flussi in scadenza al fine di assicurare l'efficienza al mercato dei CCT. Per quanto riguarda le riaperture riservate l'ammontare offerto in riapertura continuerà di norma ad essere pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria; tale percentuale rappresenta comunque un valore minimo, che il Tesoro si riserva di aumentare dopo la chiusura dell'asta ordinaria, in relazione alle esigenze di domanda espresse dagli operatori e alle condizioni di mercato.

Nel corso del 2009, il Tesoro valuterà l'opportunità di istituire riaperture riservate agli Specialisti anche per BOT annuali.

I titoli trimestrali, così come i BOT emessi con durate differenti da quelle standard (i cosiddetti BOT flessibili), saranno offerti sfruttando pienamente l'elasticità dello strumento in relazione alle esigenze di cassa.

Per quanto riguarda il funzionamento del mercato primario, l'asta competitiva rimarrà il sistema di collocamento di tutto il comparto BOT, ma nel corso del 2009 si passerà al sistema di presentazione delle offerte in asta in termini di rendimento anziché di prezzo, secondo la prassi prevalente sui mercati monetari dell'area euro. Tale modifica, consentita dalla nuova infrastruttura telematica d'asta gestita dalla Banca d'Italia, riguarderà esclusivamente le emissioni dei BOT e potrebbe entrare in vigore già dai primi mesi del 2009, contestualmente all'adozione della quotazione in termini di rendimento sui principali mercati dove vengono scambiati i BOT, sia al dettaglio che all'ingrosso.

Nel 2009 il Tesoro continuerà, inoltre, ad avvalersi dello strumento delle *Commercial Paper* (CP), anche in valute differenti dall'euro, per conseguire la massima flessibilità in termini di quantità e scadenze, requisiti essenziali per una puntuale gestione della liquidità. Il ricorso alle CP sarà finalizzato anche ad incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine offerti dal Tesoro.

Durante il prossimo anno, infine, il Tesoro manterrà la propria presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul conto disponibilità per il servizio di tesoreria (OPTES). Tali operazioni potranno svolgersi tramite asta o negoziazione bilaterale e avere durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato.

I CTZ 24 mesi

Il Tesoro continuerà ad emettere regolarmente e su base mensile i CTZ a 24 mesi, strumento che, nell'attuale contesto di mercato, ha visto un crescente interesse di operatori internazionali che si sono aggiunti agli investitori domestici, la cui domanda è rimasta vivace anche per via delle componenti *retail*. La quota offerta, sul totale delle emissioni lorde, sarà sostanzialmente in linea con quella del 2008. In presenza di un volume di scadenze inferiore a quello del 2008 (per circa 5 miliardi di euro), lo stock in circolazione al termine dell'anno sarà superiore a quello dello scorso anno sia in termini assoluti che, molto probabilmente, in termini di quota sul totale dei titoli di Stato.

I CCT

La politica di emissione del 2009 sarà caratterizzata da emissioni lorde sostanzialmente in linea con quelle del 2008. Considerate le scadenze (poco più di 45 miliardi di euro) questo comporterà che solo una quota variabile tra il 40% ed il 50% sarà rifinanziata con il medesimo strumento e che, quindi, al termine dell'anno è prevedibile una riduzione molto significativa del totale di questi titoli in circolazione. Le emissioni sul comparto saranno mirate a garantire la necessaria liquidità ai titoli, con una presenza regolare sul mercato, ma attraverso titoli e importi opportunamente calibrati in base alla domanda espressa dal mercato. In particolare nella scelta del titolo da emettere, il Tesoro garantirà piena flessibilità tra il titolo *on-the-run* e/o quelli *off-the-run*, in modo da venire incontro alle esigenze del mercato.

Come già introdotto nell'ultimo trimestre del 2008, le aste di collocamento, sempre di tipo marginale, vedranno la fissazione del prezzo con modalità discrezionale del Tesoro in base alla situazione del mercato secondario, all'interno di un intervallo di quantità in offerta precedentemente annunciato. Nel caso in cui nella stessa tornata d'asta vengano offerti due o più titoli, detto intervallo sarà riferito all'insieme degli stessi.

Al fine di agevolare l'efficienza delle contrattazioni sul mercato secondario il flottante finale di ciascun nuovo titolo verrà ridotto e verrà garantita la più ampia diversificazione dei cicli cedolari.

I BTP nominali a medio termine (3, 5 e 10 anni)

Come indicato nella tabella delle periodicità delle aste, i BTP a tre e a dieci anni saranno di norma offerti nelle aste di fine mese, mentre il BTP a 5 anni sarà di norma collocato nelle aste di metà mese. L'introduzione dei nuovi titoli benchmark, sarà stabilita alle preferenze espresse dal mercato ma tenendo conto delle esigenze di gestione del rischio di rifinanziamento da parte del Tesoro, soprattutto per quanto attiene alla fissazione delle date di scadenza. Gli importi offerti nelle aste mensili di tipo marginale saranno stabiliti in base alle condizioni di mercato, al fine di garantire efficienza ai collocamenti ed adeguati livelli di liquidità sul mercato secondario. Come nell'ultimo trimestre del 2008 la fissazione del prezzo d'asta dei titoli *on-the-run* (in corso di emissione) avverrà mediante decisione discrezionale del Tesoro all'interno di un intervallo di quantità offerte precedentemente annunciato. Per i titoli *off-the-run* si seguirà il medesimo criterio, sebbene l'intervallo di emissione annunciato riguarderà in modo congiunto l'insieme di questi titoli in offerta, qualora il Tesoro decida di riaprirne più d'uno nella stessa tornata d'asta.

I BTP nominali a lungo termine (15 e 30 anni)

La politica di emissione del Tesoro sul segmento a lungo termine, BTP a quindici e trenta anni, continuerà ad essere caratterizzata da flessibilità nell'offerta in risposta alle condizioni della domanda e delle negoziazioni sul mercato secondario. Come in passato, i nuovi titoli saranno emessi mediante sindacati di collocamento, in modo da garantire da subito un'ampia diffusione presso la clientela finale e di calibrare l'importo in emissione e la tempistica del collocamento in maniera efficiente.

Attraverso successive riaperture dei titoli, il Tesoro si impegna a garantire il raggiungimento graduale di un importo finale in circolazione necessario per un soddisfacente livello di efficienza degli scambi sul secondario. Le modalità di svolgimento delle aste saranno analoghe a quelle del comparto BTP a medio termine sia per i titoli *on-the-run* che per i titoli *off-the-run*.

Le emissioni sul segmento a lungo termine continueranno a rivestire un ruolo chiave per la gestione del rischio e per mantenere la posizione di *leadership* ormai consolidata sul mercato europeo, in termini di liquidità ed ampiezza della gamma delle scadenze offerte.

Il comparto dei titoli indicizzati all'inflazione (i BTP€i)

Il Tesoro si impegna ad emettere i titoli indicizzati all'inflazione nelle aste mensili, offrendo uno o più titoli, ove le condizioni del mercato lo rendano opportuno e riservandosi di non emettere alcun titolo ove le condizioni di domanda dovessero essere considerate insoddisfacenti.

Per il lancio dei nuovi titoli il Tesoro ricorrerà al collocamento sindacato. In caso di ripristino di condizioni di volatilità contenuta e di maggiore stabilità dei mercati, l'introduzione della nuova scadenza a cinque anni potrà nuovamente essere effettuata mediante asta pubblica, così come positivamente sperimentato nel 2007. Nel mese in cui venisse effettuato un collocamento sindacato non si procederà, ovviamente, allo svolgimento dell'asta.

Le emissioni complessive di BTP€i nel 2009 saranno in linea con quelle effettuate nel 2008; ciò, in assenza di scadenze, dovrebbe portare ad un leggero incremento della quota dei BTP€i sullo stock del debito a fine anno.

Operazioni di concambio e buyback

Nel 2009, come per gli scorsi anni, le operazioni di concambio e *buyback* potranno essere utilizzate dal Tesoro per gestire il rischio di rifinanziamento mediante rimodulazione del profilo delle scadenze e favorire condizioni di efficienza sul mercato secondario dei diversi strumenti. Con riferimento a quest'ultimo aspetto, il Tesoro utilizzerà questo strumento anche in considerazione delle criticità emerse durante l'anno sulla gran parte dei mercati secondari dei titoli di Stato europei in termini di minore liquidità.

Il Tesoro, come avvenuto nel 2008, valuterà di volta in volta se svolgere tali operazioni sul mercato primario, avvalendosi della nuova procedura d'asta gestita dalla Banca d'Italia, o sul mercato secondario regolamentato, per mezzo del sistema telematico di negoziazione.

Il programma di emissione in valuta estera

Programma global benchmark in dollari USA

Per quanto riguarda il prossimo anno, si conferma l'intenzione di mantenere la presenza sul mercato del dollaro. Naturalmente, le condizioni di mercato e di domanda saranno determinanti per l'ampiezza delle emissioni in questa valuta.

Attività di emissione sugli altri mercati

Per il 2009, il Tesoro conferma l'utilizzo del programma EMTN per le emissioni diverse dal programma "domestico", in euro o in altre valute. In particolare, l'opportunità di effettuare piazzamenti privati sarà valutata, in relazione alle condizioni di mercato, sulla base delle proposte ricevute a fronte della domanda da parte di uno o più investitori istituzionali. Le scadenze considerate non potranno essere inferiori ai 3 anni e l'importo minimo negoziabile dovrà essere pari ad almeno 500.000 euro. Il Tesoro valuterà se procedere o meno con queste emissioni verificandone la convenienza relativa rispetto alla curva BTP, evitando possibili sovrapposizioni con le emissioni pubbliche.