

Received SEC

DEC 21 2015

Washington, DC 20549

UNITED STATES
SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION
Washington, D. C. 20549



FORM SE

FORM FOR SUBMISSION OF PAPER FORMAT EXHIBITS
BY EDGAR ELECTRONIC FILERS

<u>The Republic of Italy</u>	<u>0000052782</u>
Exact name of registrant as specified in charter	Registrant CIK Number
<u>Form 18-K Annual Report of the Republic of Italy for the year ended December 31, 2014</u>	<u>Registration Statement No. 333-152589</u>
Electronic report, schedule or registration statement of which the documents are a part (give period of report)	SEC file number, if available

S- _____
(Series identifier(s) and names(s), if applicable; add more lines as needed)

C- _____
(Class (contract) identifier(s) and names(s), if applicable; add more lines as needed)

Report Period (if applicable) _____

Skadden, Arps, Slate, Meagher & Flom (UK) LLP
Name of Person Filing the Document (if other than the registrant)

Identify the provision of Regulation S-T (§232 of this chapter) under which this exhibit is being filed in paper (check only one):

- Rule 201 (Temporary Hardship Exemption)
- Rule 202 (Continuing Hardship Exemption)
- Rule 311 (Permitted Paper Exhibit)

SIGNATURES

Filings Made by the Registrant:

The Registrant has duly caused this form to be signed on its behalf by the undersigned, thereunto duly authorized, in the City of Rome, Italy, on December 21, 2015.

REPUBLIC OF ITALY

By: /s/ Maria Cannata

Name:	Dott.ssa Maria Cannata
Title:	Director General – Treasury Department – Directorate II Ministry of Economy and Finance

Filings Made by Person Other Than the Registrant:

After reasonable inquiry and to the best of my knowledge and belief, I certify on _____, 20____, that the information set forth in this statement is true and complete.

By: _____
(Name)

(Title)

Exhibit (5)

Report on Public Debt in 2014, dated November 30, 2015

In anni più recenti, con la crisi del debito sovrano che ha investito diversi Paesi dell'area dell'euro a partire dal 2010, le difficoltà gestionali si sono di nuovo e significativamente acuite; in particolare, dalla seconda metà del 2011 e fino al settembre del 2012, la gestione del debito italiano ha presentato livelli di drammatica criticità. Non è un risultato da poco essere riusciti a mantenere una conduzione ordinata ed efficiente del ricorso al mercato in contesti eccezionalmente avversi, dei quali si va spegnendo l'eco e quindi la memoria.

Attualmente, il quadro congiunturale è contraddistinto da un'inflazione estremamente bassa e lontana, in Italia e in Europa, da quel 2 per cento che rappresenta l'obiettivo statutario della Banca Centrale Europea. Anche i tassi di interesse di politica monetaria sono stati conseguentemente portati su livelli straordinariamente bassi per contrastare le spinte deflazionistiche e sostenere la ripresa economica recentemente avviata. Nel contempo, assistiamo all'indebolimento di quelle economie emergenti che hanno fatto da traino alla crescita globale negli ultimi anni.

Questo quadro complessivo si traduce in un assetto dei mercati finanziari che offre opportunità di riduzione della spesa per il servizio del debito; al tempo stesso, la gestione del portafoglio risente dei vincoli dettati dal più elevato livello dei tassi di interesse degli anni passati.

La gestione del debito pubblico italiano continua quindi a perseguire il difficile equilibrio tra la riduzione del rischio che la finanza pubblica possa trovarsi esposta a shock incontrollati, tali da traslarsi in un aumento della spesa per interessi o in difficoltà nel rifinanziamento del debito, e la minimizzazione del costo con un respiro di lungo periodo. A questi fini, i migliori standard adottati da altri Paesi avanzati costituiscono un riferimento costante e un'attività continuativa di aggiornamento e coordinamento tra gli uffici preposti dei vari Stati consente progressivi miglioramenti.

Nel campo dell'informazione, lo sforzo del Ministero ha l'obiettivo di conseguire un equilibrio ottimale tra due obblighi in parziale conflitto: da un lato il dovere di trasparenza, dall'altro il dovere di tutelare informazioni relative a rapporti con terzi, come accade nella prassi internazionale. La gestione del Ministero è peraltro passata regolarmente al vaglio della Corte dei Conti, mentre gli effetti finanziari della gestione sono resi pubblici nelle previsioni dei documenti programmatici, nel bilancio di previsione dello Stato e in tutti i dati di consuntivo, così come dalle istituzioni statistiche nazionali ed europee.

Il Rapporto sul Debito Pubblico vede la luce in questa prima edizione con riferimento al 2014. Dall'anno prossimo verrà pubblicato regolarmente, con cadenza annuale, in primavera, con riferimento all'anno precedente. Si intende così migliorare la qualità e il livello di trasparenza della comunicazione di una funzione cruciale quale la gestione del debito pubblico. Grazie al rapporto, l'informazione già oggi pubblicata in momenti e forme diversi viene integrata in un documento organico e completata con elementi aggiuntivi.

Roma, 30 novembre 2015

INDICE DELLE TABELLE

Tabella II.1:	I titoli di Stato domestici
Tabella V.1:	Conto consolidato di cassa del Settore Statale (dati in milioni di euro)
Tabella V.2:	Emissioni, scadenze e copertura del fabbisogno del Settore Statale (dati in milioni di euro)
Tabella V.3:	Conto consolidato di cassa del Settore Pubblico (dati in milioni di euro)
Tabella V.4:	Principali aggregati di finanza pubblica (dati in milioni di euro)
Tabella V.5:	Raccordo tra fabbisogno del Settore Pubblico ed indebitamento netto delle amministrazioni pubbliche (dati in milioni di euro)
Tabella VI.1:	Riepilogo operazioni di concambio del 2014 (importi nominali in milioni di euro)
Tabella VI.2:	Riepilogo operazioni di riacquisto del 2014 a valere sul Conto disponibilità (importi nominali in milioni di euro)
Tabella VI.3:	Operazioni di rimborso a scadenza con il Fondo di ammortamento del 2014 (importi nominali in milioni di euro)
Tabella VI.4:	Composizione delle emissioni 2013-2014 in valore assoluto e percentuale al lordo dei concambi
Tabella VI.5:	Vita media dello stock di titoli di Stato (in anni)
Tabella VI.6:	Andamento di <i>duration</i> e <i>ARP</i> negli anni 2012-14 relativamente allo stock di titoli di Stato (in anni)
Tabella VI.7:	Andamento di <i>duration</i> e <i>ARP</i> negli anni 2012-14 relativamente ai titoli di Stato post derivati (in anni)
Tabella VI.8:	Portafoglio strumenti derivati – anni 2013-2014 (dati in milioni di euro)
Tabella VI.9:	Conto disponibilità e impieghi della liquidità del Tesoro a fine mese – anno 2014 (importi in milioni di euro)

- Grafico VI.5: BTP 1 marzo 2030 – distribuzione per tipologia di investitore
- Grafico VI.6: BTP 1 marzo 2030 – distribuzione geografica
- Grafico VI.7: Rendimenti in asta dei BTP con scadenza tra 3 e 10 anni - anno 2014
- Grafico VI.8: Rendimenti in asta dei BTP a lungo termine - anno 2014
- Grafico VI.9: Rendimenti in asta dei BTP€i – anno 2014
- Grafico VI.10: BTP€i 15 settembre 2024 distribuzione per tipologia d'investitore
- Grafico VI.11: BTP€i 15 settembre 2024 distribuzione geografica
- Grafico VI.12: Composizione per provenienza geografica degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato (anni 2013-2014)
- Grafico VI.13: Composizione per tipologia di controparte degli ordini portati nelle aste dei BTP nominali da parte degli Specialisti in titoli di Stato (anni 2013-2014)
- Grafico VI.14: Ammontare riacquistato nelle operazioni straordinarie – anni 2010-2014 (importi nominali in milioni di euro)
- Grafico VI.15: Composizione dello stock di titoli di Stato al 31 dicembre 2014
- Grafico VI.16: Struttura dello stock dei titoli di Stato domestici
- Grafico VI.17: Scadenze per classi di vita residua anni 2012-13-14
- Grafico VI.18: Curve dei tassi *swap* in euro
- Grafico VI.19: Evoluzione prospettica del nozionale del portafoglio derivati nell'ipotesi di esercizio delle *swaption* (dati in milioni di euro)
- Grafico VI.20: Struttura per scadenza del nozionale del portafoglio derivati nell'ipotesi di esercizio delle *swaption* (dati in milioni di euro)
- Grafico VI.21: Costo all'emissione dei titoli di Stato – anni 2005-2014 (tassi percentuali)
- Grafico VI.22: Costo medio dello stock dei titoli di Stato pre e post derivati – anni 2005-2014 (tassi percentuali)
- Grafico VI.23: Impiego medio alle aste OPTES quotidiane (importi in milioni di euro)
- Grafico VI.24: Andamento dei tassi *overnight* sul mercato monetario e alle aste OPTES nel 2014 (tassi percentuali)
- Grafico VI.25a: Giacenza media della liquidità a fine mese – gen mag 2014
- Grafico VI.25b: Giacenza media della liquidità a fine mese – lug dic 2014
- Grafico VI.26: Variazioni medie infra mensili delle disponibilità liquide del Tesoro: scarti rispetto al minimo del mese – anno 2014 (importi in milioni di euro)
- Grafico VI.27: Impiego medio alle aste OPTES quotidiane – anni 2012-2014 (importi in milioni di euro)

Il successivo Capitolo III espone gli obiettivi della gestione per il 2014, fornendone un inquadramento nell'ambito dell'esperienza internazionale e del contesto istituzionale degli atti formali di indirizzo. Vengono quindi esposti articolatamente sia i due obiettivi strategici, rispettivamente rappresentati dall'ottimizzazione della relazione tra costo e rischio del portafoglio del debito e dalla gestione del Conto disponibilità, sia i relativi obiettivi operativi. Con riguardo al *trade off* tra costo e rischio, è data enfasi alle misure per il monitoraggio dei rischi di rifinanziamento e di tasso d'interesse (*vita media*, *duration* e *average refixing period*) e agli strumenti per la loro gestione, in particolare la composizione ottimale del portafoglio di emissione individuata mediante un modello di analisi rischio/costo del debito e l'utilizzo di operazioni di concambio e buyback nonché di derivati. Quanto al monitoraggio e alla gestione delle disponibilità liquide del Tesoro, sono descritte le misure volte a stabilizzarne il saldo e al controllo del rischio di credito connesso alla gestione della liquidità.

Il Capitolo IV è dedicato al contesto macroeconomico internazionale che ha caratterizzato il 2014, segnato dall'adozione da parte della Banca Centrale Europea di iniziali misure di politica monetaria non convenzionali, e a una panoramica del mercato monetario e del mercato obbligazionario dell'area euro, dando particolare risalto ai titoli di Stato italiani e all'analisi del loro andamento lungo l'anno.

Il Capitolo V presenta il contesto di finanza pubblica del 2014 all'interno del quale si svolge la gestione del debito. Si descrivono quindi le grandezze fondamentali rappresentate dal fabbisogno del Settore Statale e del Settore Pubblico, dal debito delle pubbliche amministrazioni e dall'indebitamento netto, nonché i principi per il raccordo tra fabbisogno e indebitamento.

Infine, il Capitolo VI, conclusivo, descrive i risultati della gestione del debito nel 2014. Viene in primo luogo data una rappresentazione dell'andamento sia dei singoli comparti di emissione (a breve e lungo termine, nominali e indicizzati all'inflazione; domestici e internazionali: BOT, CTZ, CCT e CCTeu, BTP, BTPei, BTP Italia; *Commercial Paper*, programmi *Global* ed *MTN*), sia delle operazioni di gestione di portafoglio (concampi e riacquisti di titoli di Stato, derivati). Sono poi esposti i risultati delle scelte di emissione e delle altre operazioni di gestione del debito in relazione all'obiettivo di contenimento del costo e del rischio, dando una raffigurazione della composizione finale del portafoglio e dell'andamento degli indicatori di costo e rischio. Da ultimo, con riferimento all'obiettivo di gestione della liquidità, viene descritta l'operatività volta alla stabilizzazione del saldo del Conto disponibilità e i risultati conseguiti.

I.2 LA STRUTTURA ORGANIZZATIVA DELLA DIREZIONE DEL DEBITO PUBBLICO PRESSO IL DIPARTIMENTO DEL TESORO

La Direzione Seconda del Dipartimento del Tesoro, dedicata alla gestione del debito pubblico, si articola in undici uffici. Le competenze della Direzione sono svolte in stretta collaborazione istituzionale con altre strutture, tra cui altre Direzioni del Dipartimento del Tesoro, la Ragioneria Generale dello Stato e la Banca d'Italia. Le competenze della Direzione del Debito sono schematizzate, mediante raggruppamento per funzioni, nel grafico riportato di seguito.

il monitoraggio del rischio di controparte determina i vincoli da rispettare sia per la gestione del portafoglio derivati che per le operazioni di impiego della liquidità.

Anche le previsioni pluriennali sulla spesa per interessi e sul debito della Pubblica Amministrazione per i documenti programmatici ed il *reporting* istituzionale¹ possono essere inquadrare nell'attività di *middle office*.

Le funzioni svolte dal *Back Office* comprendono la predisposizione dei decreti di emissione e l'attività, più strettamente contabile, relativa alle procedure per l'esecuzione puntuale dei pagamenti.

Alla base di ogni attività propria della gestione del debito si pongono le funzioni relative alla predisposizione della documentazione legale dei prestiti e dei derivati, nonché la redazione dei prospetti, sia dei programmi di emissione internazionale (*Global, MTN*) sia degli altri titoli collocati con metodologie diverse dall'asta. Analogamente, essendo la Direzione del debito pubblico inquadrata nel contesto amministrativo del Dipartimento del Tesoro, vi si svolgono tutte le altre funzioni di carattere giuridico-amministrativo e contabile che sono comuni alla struttura ministeriale.

Vi sono poi altre funzioni di cruciale importanza svolte dalla Direzione del debito pubblico. Tra queste, molto significative sono quelle che possono essere catalogate come funzioni di comunicazione, focalizzate sulle informazioni in tempo reale riguardanti l'attività di emissione, nonché le statistiche su struttura, dinamica e composizione del debito rappresentato dai titoli di Stato e dal relativo mercato. L'alimentazione del sito del debito pubblico è il canale principale di veicolazione di questa attività. Anche le statistiche prodotte in esito al monitoraggio del debito e dell'esposizione in derivati degli enti territoriali rientrano in questa funzione.

Oltre al suddetto monitoraggio, eventuali operazioni straordinarie di intervento su questioni relative al debito degli enti territoriali, disciplinate da specifiche norme, rappresentano un'altra funzione di cui la Direzione è investita.

Di grande rilievo è, inoltre, la funzione delle relazioni con istituzioni esterne, in particolare a livello internazionale, che comprende: la partecipazione al coordinamento a livello europeo dei gestori del debito pubblico nell'ambito di un apposito Sottocomitato (*European Sovereign Debt Markets - ESDM*) del Comitato economico-finanziario dell'Unione Europea²; la partecipazione ai gruppi di lavoro statistici Eurostat e il contributo alla predisposizione delle notifiche semestrali nell'ambito della Procedura per i disavanzi eccessivi (*EDP*); la presenza nei diversi gruppi di lavoro in istituzioni sovranazionali, quali l'OCSE e il FMI³; il *Network* tra il Tesoro italiano, l'OCSE e la Banca Mondiale per le tematiche di gestione del debito

¹ In particolare il Documento di Economia e Finanza (DEF) previsto dalla Legge 7 aprile 2011 n. 39 (dove il contributo della Direzione Seconda è incluso nella Parte Prima "Programma di Stabilità" e nella Parte Seconda "Analisi e Tendenze di Finanza Pubblica"), la Nota di Aggiornamento al DEF, il Documento Programmatico di Bilancio (DPB) istituito dal Regolamento UE n. 473/2013, l'Appendice alla c.d. Relazione trimestrale di cassa (con l'art. 14 della Legge 196/2009 denominata Relazione sul conto consolidato di cassa delle Amministrazioni pubbliche), la Relazione al Parlamento sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato (allegata al Rendiconto generale dello Stato) di cui all'art. 44, comma 3 del D.P.R. 398/2003, la Relazione semestrale alla Corte dei Conti sulla gestione del debito pubblico di cui al D.M. 10/11/1995.

² Il Comitato economico-finanziario è un organismo dell'Unione Europea volto a promuovere l'azione di coordinamento delle politiche economiche e finanziarie degli Stati Membri. Esso svolge funzione consultiva per il Consiglio d'Europa e la Commissione Europea.

³ Tra l'altro, la Direzione partecipa al *Working Party on Public Debt Management* dell'OCSE, che costituisce una sede stabile di confronto e coordinamento delle politiche e delle tecniche di gestione del debito pubblico tra i Paesi membri dell'Organizzazione.

II. L'ASSETTO DEL MERCATO DEI TITOLI DI STATO

II.1 IL MERCATO PRIMARIO

Gli strumenti di debito offerti al mercato dal Tesoro si distinguono in titoli domestici, emessi cioè con documentazione nazionale, ed in titoli esteri, emessi essenzialmente sui mercati esteri con documentazione specifica e coerente con gli standard internazionali.

Titoli domestici

Il Tesoro effettua con regolarità l'emissione sul mercato interno di sei categorie di titoli di Stato, disponibili sia per gli investitori privati (cosiddetta clientela *retail*) sia per gli istituzionali:

- 1) Buoni Ordinari del Tesoro (BOT);
- 2) Certificati del Tesoro Zero Coupon (CTZ);
- 3) Certificati di Credito del Tesoro (CCT/CCTeu);
- 4) Buoni del Tesoro Poliennali (BTP);
- 5) Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione europea (BTP€i);
- 6) Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione italiana (BTP Italia).

Le principali caratteristiche dei titoli di Stato - scadenza, tipo di remunerazione, modalità e frequenza di emissione - sono riassunte nella Tabella II.1.

Le aste di emissione rappresentano il principale meccanismo di collocamento dei titoli di Stato domestici. Esse sono gestite tramite il sistema telematico della Rete Nazionale Interbancaria della Banca d'Italia, a cui partecipano in larga parte operatori bancari. Mediante le aste, la politica di emissione del Tesoro può dispiegarsi seguendo principi di regolarità, prevedibilità e trasparenza, garantendo allo stesso tempo un adeguato grado di liquidità dei titoli in circolazione.

Il Tesoro, infatti, alla fine di ogni anno elabora e pubblica il “Calendario annuale delle aste” dell’anno successivo insieme con le “Linee guida della gestione del debito pubblico” in modo da informare con largo anticipo gli operatori circa la cadenza dei collocamenti via asta e il profilo qualitativo che ispirerà la politica di emissione durante l’anno. Il Calendario, in particolare, contiene tutte le date dei comunicati di emissione, d’asta e di regolamento specificate per categoria di titolo¹; le Linee guida, invece, illustrano i principi che ispireranno l’approccio al mercato da parte del Tesoro, con riferimento alla politica di offerta e alle modalità di emissione, dettagliate per tutte le categorie di titoli. Inoltre, quattro volte l’anno viene pubblicato il “Programma Trimestrale di Emissione”, in cui sono anticipate tutte le informazioni inerenti i nuovi titoli che verranno collocati a mezzo asta e riproposti regolarmente nel trimestre, insieme a quelle relative all’offerta di titoli già in circolazione.

Per quanto attiene alla liquidità dei titoli, che viene garantita principalmente mediante l’assetto organizzativo del mercato secondario illustrato più avanti, un contributo fondamentale è anche assicurato dalle scelte di emissione del Tesoro, che normalmente riapre più volte a mezzo asta lo stesso titolo in diverse *tranche* successive, al fine di garantire al mercato un ammontare in circolazione sufficiente a rendere fluidi gli scambi sul mercato secondario; l’ammontare finale di ciascun titolo viene quindi deciso tenendo conto della sua specifica scadenza, della domanda proveniente dagli investitori e del profilo dei rimborsi del periodo di scadenza.

Durante lo svolgimento dei collocamenti via asta, tutto il processo di comunicazione coi partecipanti (invio delle richieste, allocazione e regolamento di quanto aggiudicato) viene completamente gestito in via telematica, mentre i risultati sono comunicati al mercato e pubblicati tempestivamente attraverso i più importanti fornitori di informazioni e sui siti web istituzionali del Tesoro e della Banca d'Italia.

Il Tesoro utilizza due tipi di aste:

- l’asta competitiva in termini di rendimento per i BOT;
- l’asta marginale, con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa, per CTZ, BTP, CCT/CCTeu e BTP€i.

L’asta competitiva prevede che ogni richiesta degli operatori abilitati sia aggiudicata al rendimento proposto. Ogni operatore può presentare al massimo 5 richieste differenziate nel rendimento di almeno un millesimo di punto. La dimensione minima della richiesta è di 1,5 milioni di euro; l’importo massimo

¹ In aggiunta viene pubblicato uno specifico calendario delle aste BOT, con il dettaglio dei titoli di questo segmento previsti nell’anno, incluse le relative date di emissione e scadenza.

Dal 2002, il Tesoro ha introdotto il sindacato di collocamento come meccanismo di emissione di nuovi titoli, che si rivela più efficiente rispetto all'asta quando:

- si introducano sul mercato nuovi strumenti (così come nel caso dei BTP€i emessi per la prima volta nel 2003 e dei CCTeu nel 2010);
- l'interesse del mercato debba essere valutato in modo particolarmente approfondito (così come nel caso dei BTP e dei BTP€i a lungo termine);
- il *pricing* del titolo sia complesso;
- l'ammontare emesso debba essere ben dimensionato e allocato tra gli investitori per garantire adeguate performance sul mercato secondario.

In un sindacato di collocamento, il titolo viene emesso sul mercato attraverso un gruppo di operatori scelti dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. Gli operatori sono coinvolti nell'analisi preliminare che precede la decisione di emettere il nuovo titolo, nella raccolta e successiva allocazione degli ordini, e nel *pricing* del titolo.

Per il BTP Italia, il titolo di Stato indicizzato all'inflazione italiana, emesso per la prima volta nel 2012 e pensato per le esigenze del mercato *retail*, è stato introdotto un nuovo meccanismo di emissione che utilizza la piattaforma elettronica MOT (mercato obbligazionario regolamentato dedicato alle negoziazioni al dettaglio) di Borsa Italiana. A differenza della procedura d'asta, dove il prezzo viene determinato al termine dell'asta stessa, in questo caso è il tasso cedolare ad essere determinato al termine del collocamento, sulla base delle condizioni di mercato, mentre il prezzo è fissato alla pari.

Dal 2014 il periodo di collocamento è diviso in Prima e Seconda Fase. Nel corso della Prima Fase le banche aderenti al MOT inoltrano gli ordini ricevuti dagli investitori ammessi alla Prima Fase, ossia quelli *retail*, sottoscrivendo contratti di compravendita sullo stesso MOT ad un prezzo fisso pari a 100. Durante la Seconda Fase, le banche raccolgono le proposte di adesione degli investitori istituzionali, sempre a prezzo fisso pari a 100, che verranno soddisfatte interamente ovvero applicando un meccanismo di riparto equi-proporzionale, nel caso in cui la quantità raccolta ecceda l'ammontare che il Tesoro intende offrire.

Titoli esteri

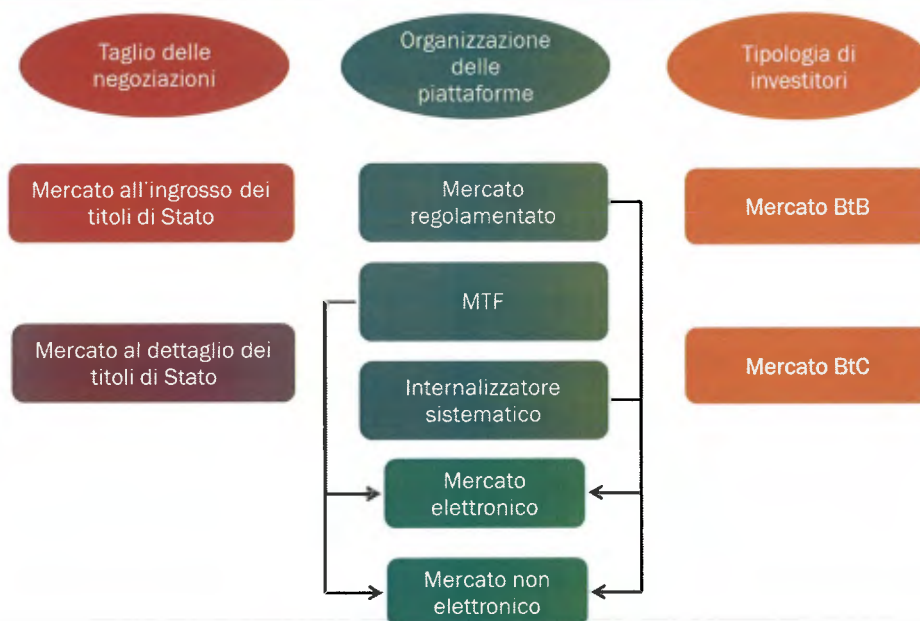
Al fine di allargare e diversificare la base di investitori istituzionali in titoli di Stato italiani, il Tesoro può emettere titoli sui mercati internazionali, sfruttando due diversi canali di emissione: il *Global Bond Program* e il *Medium Term Note Program*. Le note in formato *Global* sono titoli di debito disciplinati dalle leggi dello Stato di New York, ammessi a quotazione sul Mercato Telematico Euroobbligazioni (EuroMOT) e alla borsa di Lussemburgo; sono custoditi e registrati presso *DTC (The Depository Trust Company)*.

Il programma di *Global Bond* rappresenta una modalità di finanziamento importante, in quanto i titoli emessi in questo formato sono diretti ad investitori istituzionali di elevato profilo e molto diversificati dal punto di vista della distribuzione geografica. In passato, il volume delle emissioni, la copertura pressoché totale della curva dei rendimenti sulle scadenze *benchmark* e l'utilizzo di una lista di banche (*Primary Dealer*) costituita ad hoc hanno permesso al Tesoro

liquidità delle negoziazioni⁴, per assicurare che i titoli di Stato italiani rappresentino un bene di investimento utilizzabile dal più ampio pubblico possibile di investitori residenti ed esteri.

Il mercato secondario dei titoli di Stato rappresenta un'ampia componente del più vasto mercato secondario dei titoli di debito, all'interno del quale sono rappresentati tra l'altro i titoli obbligazionari bancari e di società *corporate*. Di seguito se ne propone una mappatura semplificata (v. Grafico II.1).

GRAFICO II.1: L'ARTICOLAZIONE DEL MERCATO SECONDARIO DEI TITOLI DI STATO



Dalla natura organizzativa - mercato regolamentato, sistema multilaterale di negoziazione (*Multilateral Trading Facility - MTF*) o internalizzatore sistematico - discende un profilo disciplinare specifico. Gli intermediari che ricevono un ordine di acquisto o vendita di un titolo possono infatti gestirlo con modalità diverse su altrettante sedi di negoziazione:

- i mercati regolamentati, caratterizzati dalla presenza di una disciplina circa l'organizzazione del mercato (requisiti per le quotazioni, requisiti per l'adesione, regole di negoziazione ecc.). Esempi sono rappresentati in Italia dal Mercato telematico all'ingrosso dei titoli di Stato (MTS Italia), gestito da MTS S.p.A., e dal Mercato telematico delle obbligazioni (MOT) gestito da Borsa Italiana S.p.A.;

⁴ Il concetto di liquidità del mercato secondario verrà ripreso più volte in questo Rapporto. Con esso generalmente si intende misurare la facilità con cui gli operatori possono scambiare quantità significative di titoli in tempi rapidi e con minime ripercussioni sui prezzi dei titoli stessi.

Per analizzare le dinamiche dei mercati dove vengono negoziati i titoli di Stato il Tesoro estende la propria attività di monitoraggio anche ad altri mercati e ad altre negoziazioni collegati ai titoli di Stato, in particolare ai *Repo* su titoli di Stato e ai *Future* su BTP⁶, nonché ai *credit default swap (CDS)* sul rischio di credito della Repubblica Italiana.

FOCUS

Il segmento a pronti (cash) di MTS Italia

MTS Italia è l'unica piattaforma elettronica di negoziazione regolamentata all'ingrosso dei titoli di Stato italiani. Si tratta di una piattaforma *quote driven*, nella quale gli operatori autorizzati a partecipare come *market maker* si impegnano a immettere nel sistema (*book*) offerte contestuali in acquisto (*bid*) e in vendita (*ask*) per importi minimi di 2 milioni di euro e per incrementi marginali di 0,5 milioni di euro su un dato numero di titoli per un certo numero di ore ogni giorno; l'insieme dei *market maker* copre l'intero paniere dei titoli. Possono inoltre immettere ordini alternativamente in acquisto o in vendita sia gli operatori *market maker* sia quelli *market taker*. Il funzionamento del mercato consente quindi di avere sempre quotazioni, direttamente eseguibili da parte degli operatori che possono "colpire" per via telematica durante tutta la giornata un dato prezzo in *bid* o *ask*.

Gli operatori sono istituzioni finanziarie che, per essere ammesse ad operare sulla piattaforma, devono possedere requisiti minimi di capitale regolamentare e di volumi di titoli negoziati. La piattaforma è la principale e più utilizzata sede elettronica di scambio dei titoli di Stato italiani e, sin dalla sua istituzione, ha svolto un ruolo cruciale nell'ambito del processo di collocamento sul mercato primario, di gestione delle posizioni e del rischio degli operatori, nonché di distribuzione presso gli investitori finali.

I prezzi esposti sulla piattaforma sono riconosciuti da tutti i principali operatori di mercato come *benchmark* di riferimento per i titoli collocati in asta e offerti sul mercato secondario.

Il segmento pronti contro termine (Repo) di MTS Italia

Nel mercato dei pronti contro termine (detto anche *Repo*, abbreviazione per *repurchase agreement*) il venditore di titoli si impegna a ricomprarli ad una data futura (generalmente ad uno o due giorni) e ad un prezzo pattuito. Contestualmente, la parte acquirente cede denaro per ricevere una somma alla stessa data futura pattuita. Il contratto svolge dunque funzioni diverse per l'acquirente e il venditore: quest'ultimo conclude il contratto per ricevere un finanziamento, mentre l'acquirente intende prestare denaro oppure ottenere la disponibilità di un titolo, di cui sia temporaneamente sprovvisto. La differenza tra il prezzo a pronti e quello a termine determina il tasso dell'operazione, detto *Repo rate*.

Il mercato *Repo* assolve quindi una funzione determinante a supporto dell'attività degli Specialisti, sui mercati sia primario sia secondario. Per il mercato primario, l'esistenza ed il buon funzionamento del mercato *Repo* consente agli Specialisti di partecipare alle aste dei titoli di Stato con rischi e costi inferiori, grazie alla possibilità di coprire gli acquisti in asta per il tempo sufficiente a distribuire il titolo presso gli investitori finali. Sul mercato secondario, la capacità del *market maker* di fornire continuamente liquidità, esponendo prezzi in acquisto e in vendita senza interruzioni, è resa possibile, anche in assenza di titoli in portafoglio, proprio dal mercato *Repo*.

⁶ Per le definizioni più analitiche di questi contratti si veda il Capitolo IV.

III. OBIETTIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2014

III.1 INQUADRAMENTO NELL'AMBITO DELL'ESPERIENZA INTERNAZIONALE

L'obiettivo fondamentale della gestione del debito pubblico italiano trova il proprio fondamento nelle migliori politiche e tecniche di gestione condivise dalla comunità internazionale e raccomandate dalle istituzioni finanziarie multilaterali, la c.d. *best practice* internazionale. Essa viene enunciata sinteticamente nelle linee guida pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale¹, che recitano: "Il principale obiettivo della gestione del debito pubblico è assicurare che le esigenze di finanziamento del governo e il pagamento delle relative obbligazioni siano realizzati ad un costo di medio-lungo termine il più basso possibile, compatibile con un prudente grado di rischio ... Minimizzare il costo ignorando il rischio non può essere un obiettivo. Transazioni che mostrano costi di servizio del debito più bassi spesso inglobano rischi significativi per il governo e possono limitarne la capacità di ripagare i creditori. Pertanto la gestione del costo e del rischio implica un *trade off*."²

Obiettivo primario della gestione consiste quindi nell'assicurare che le obbligazioni di pagamento siano sempre onorate, al più basso costo compatibile con il contenimento del rischio nell'orizzonte di lungo termine che è proprio del debito pubblico.

Il debito pubblico non può evidentemente essere gestito in un'ottica di minimizzazione dei costi di breve periodo. Una preferenza accordata alle scadenze più brevi e ai tassi variabili, ai quali normalmente si associa un costo minore, non è conciliabile con la necessità di assicurare la capacità di rifinanziare lo stock del debito nel tempo, al costo più contenuto possibile in un arco temporale virtualmente indefinito e aperto a ogni genere di shock potenziale. Il costo è sempre definito in termini di livello del tasso d'interesse pagato e il rischio in termini di possibilità che questo livello aumenti nel tempo.

¹ "Revised Guidelines for Public Debt Management", pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale nell'aprile del 2014, pag. 11.

² "The main objective of public debt management is to ensure that the government's financing needs and its payment obligations are met at the lowest possible cost over the medium to long run, consistent with a prudent degree of risk. ... Minimizing cost, while ignoring risk, should not be an objective. Transactions that appear to lower debt servicing costs often embody significant risks for the government and can limit its capacity to repay lenders. Managing cost and risk therefore involves a trade-off." Lo stesso principio è sostanzialmente ripetuto al punto 8 dei Principi di Stoccolma, stilati dalla comunità internazionale dei gestori del debito pubblico nell'estate del 2010 al manifestarsi dei primi effetti della recente crisi del debito sovrano in Europa: "I rischi di un portafoglio di debito devono essere mantenuti a livelli prudenti, al tempo stesso minimizzando i costi di finanziamento nel medio lungo termine ("Debt portfolio risks should be kept at prudent levels, while funding costs are minimized over the medium to long term)."

Con riferimento al primo obiettivo strategico, il Decreto Cornice per il 2014⁶, analogamente agli anni precedenti, fornisce maggiori dettagli circa gli strumenti operativi cui la Direzione del Debito Pubblico è autorizzata a far ricorso per il raggiungimento di detto obiettivo strategico. In particolare, all'art. 2 è stabilito che "... le emissioni dei prestiti dovranno essere effettuate, oltre che nel rispetto dei limiti stabiliti dalla legge di approvazione del bilancio, attenendosi alle linee guida del presente decreto..." - garantendo quindi la copertura dei titoli in scadenza nell'anno in aggiunta al fabbisogno del Settore Statale - anche con la finalità di "...contemperare l'esigenza di acquisire il gradimento dei mercati con quella di contenere il costo complessivo del debito nel medio-lungo periodo, considerata l'esigenza di protezione dal rischio di rifinanziamento e di esposizione a mutamenti dei tassi di interesse".

A tal fine, nello stesso articolo vengono fissate delle specifiche direttive in termini di composizione del debito alla fine del 2014, secondo questi termini⁷:

- BOT (titoli a breve termine) tra il 5% ed il 15%;
- BTP (titoli "nominali" a tasso fisso) tra il 55% ed il 75%;
- CCT/CCTeu (titoli "nominali" a tasso variabile) tra il 5% ed il 10%;
- CTZ non oltre il 5%;
- BTP€i e BTP Italia (titoli "reali") non oltre il 15%.

Inoltre, relativamente ai titoli esteri, è stabilito che potranno essere emessi, al netto dei rimborsi, per un importo non superiore al 30% del totale delle emissioni nette⁸.

Al fine di contribuire al contenimento del costo complessivo dell'indebitamento e alla protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento, l'art.3 autorizza l'utilizzo di operazioni di ristrutturazione del debito su base consensuale, vale a dire operazioni di riacquisto, scambio o rimborso anticipato di titoli, nonché operazioni in strumenti derivati. Come negli anni precedenti, il Decreto stabilisce che le operazioni di riacquisto, scambio e rimborso anticipato dei titoli vengano condotte esclusivamente con gli Specialisti in titoli di Stato⁹, mentre agli art. 4 e 5 definisce i criteri per la scelta delle controparti e la documentazione con riferimento alle operazioni in derivati.

Relativamente al secondo obiettivo strategico, il Decreto Cornice all'art. 6 autorizza la Direzione del Debito Pubblico a disporre le operazioni di gestione del Conto disponibilità, regolate dai decreti ministeriali del 29 luglio 2011 e del 25 ottobre 2011. Tali decreti disciplinano le modalità di movimentazione della liquidità del Tesoro e di selezione delle controparti che partecipano alle relative operazioni.

Durante il 2014 la Direzione del Debito Pubblico è stata pertanto chiamata a garantire che la gestione del debito, incluse le emissioni necessarie per la copertura dei titoli in scadenza e del fabbisogno del Settore Statale dell'anno, fosse tale da contenere il costo del debito mantenendo sotto controllo i principali rischi,

⁶ Decreto del 19 dicembre 2013 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n.303 del 28 dicembre 2013.

⁷ Per la descrizione delle varie tipologie di titoli si veda la Tabella II.1 del Capitolo II.

⁸ La consistenza effettiva dei titoli esteri, considerando sia quelli emessi nell'ambito del programma *Global Bond* sia quelli all'interno del programma *Medium Term Note*, in concreto è inferiore al 3% dello stock dei titoli.

⁹ Sul ruolo degli Specialisti in titoli di Stato si vedano i capitoli II e IV.

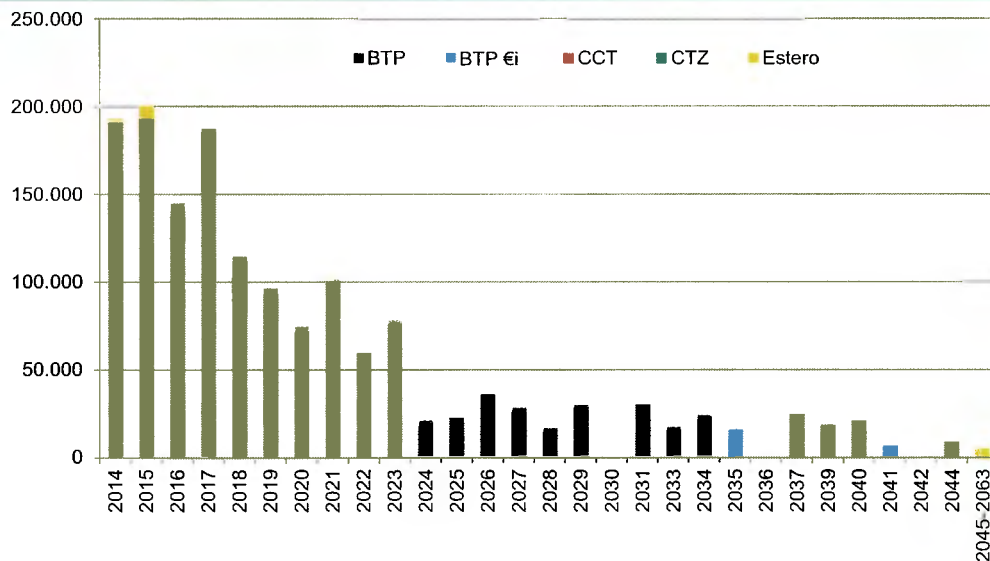
collocato e agevolmente assorbito, a condizioni finanziarie in linea con il mercato e senza costi aggiuntivi.

L'indicatore principale comunemente adottato per la misura di questo rischio è quello della vita media, sia per la sua semplicità di calcolo che per la sua immediata comprensibilità: viene calcolata una media delle scadenze di tutti i titoli in circolazione, ponderata per il valore nominale di ciascun titolo. Alla fine del 2013 la vita media del debito in titoli di Stato è stata pari a 6,43 anni, in riduzione rispetto ai 6,62 anni del 2012.

Conformemente all'Atto di indirizzo e alla Direttiva del Ministro, l'obiettivo strategico per il 2014 relativo al contenimento del costo del debito con attenzione al profilo costo/rischio ha trovato attuazione attraverso una politica di emissione e gestione del debito volta a stabilizzare la vita media compatibilmente con le condizioni di mercato, e quindi di interromperne - o ridurne il più possibile - la discesa, iniziata nel 2011.

L'altra scelta di politica di emissione e gestione del debito è consistita nel proseguimento della graduale riduzione dei volumi di titoli in scadenza negli anni maggiormente interessati a questo fenomeno, al fine di ridurre quanto più possibile le concentrazioni dei rimborsi, rendendone il profilo maggiormente uniforme. In particolare, analizzando il profilo annuale delle scadenze a fine 2013 (vedi Grafico III.1), è stata ravvisata la necessità di operare principalmente sugli anni 2015 e 2017, in considerazione della rilevanza degli importi in scadenza rispetto agli anni vicini. A tale obiettivo era necessario indirizzare sia la politica di emissione - cercando di contenere, quanto più possibile e compatibilmente con le condizioni di mercato, i titoli con scadenza in quegli anni (quindi in particolare le emissioni di BOT a 12 mesi e di BTP a 3 anni) - sia le operazioni di riacquisto e concambio, selezionando preferibilmente titoli in acquisto con scadenza nei due anni sopra citati.

GRAFICO III.1: SCADENZE TITOLI A MEDIO-LUNGO TERMINE IN ESSERE AL 31-12-2013



con effetti negativi sul disavanzo e sulla capacità di raggiungere gli obiettivi di indebitamento prefissati.

Le misure normalmente adottate per catturare questo specifico rischio nella gestione del debito sovrano sono diverse, in quanto è anche molto diversa la prospettiva da cui si analizzano (vedasi Box di approfondimento): si parte da misure sintetiche della composizione del debito, quali la *duration* (o durata finanziaria)¹¹ o l'*average refixing period* (tempo medio di “aggancio” dei tassi di interesse di mercato), a molteplici misure che si focalizzano sull’entità del costo aggiuntivo massimo in termini di spesa per interessi in caso di scenari di tasso avversi (*Cost-at-Risk*) e sulla probabilità di dover effettivamente sostenere questo costo aggiuntivo sul portafoglio di debito complessivo, derivante a sua volta dalla probabilità di questi scenari avversi.

La prescrizione dell’art. 2, comma 2, del Decreto Cornice, che fa esplicito riferimento - come ricordato in precedenza - all’esigenza di gestire l’esposizione ai mutamenti dei tassi di interesse, ha comportato per l’anno 2014 che l’attuazione del primo obiettivo strategico richiedesse l’individuazione di due ulteriori obiettivi, di carattere operativo, da perseguire compatibilmente con le condizioni presenti sui mercati finanziari, in modo tale da:

- a) tornare ad aumentare la durata finanziaria del debito, tenendo conto dell’effetto delle operazioni in derivati;
- b) stabilizzare l'*average refixing period*, dopo la flessione nel 2013, sempre includendo in questa misura gli effetti delle operazioni in derivati.

FOCUS

I principali indicatori quantitativi del rischio di tasso di interesse

È utile richiamare brevemente il significato di alcune misure di rischio che sono utilizzate in questo rapporto.

La *duration* o *durata finanziaria* è un indicatore che, per un debitore, rappresenta la durata media del portafoglio delle passività ponderata per il valore attuale di tutti i flussi di pagamento, sia quelli di rimborso del capitale sia quelli in conto interessi. La definizione di durata finanziaria utilizzata nel testo corrisponde alla *duration* semplice, o *Macaulay duration*, ed è misurata in anni. Rappresenta infatti quanto tempo occorre perché il prezzo (valore attuale) di un debito sia ripagato dai flussi di cassa del debito stesso e dà un’indicazione sul tempo medio durante il quale il tasso del debito rimane fisso, quindi sulla velocità con cui i cambiamenti dei tassi di mercato si riflettono sul servizio del debito (una *duration* maggiore comporta una minore velocità con cui le fluttuazioni di mercato si riflettono sul servizio del debito).

Per un singolo titolo obbligazionario la formula della *duration* semplice è la seguente:

$$D = \frac{\sum_{t=1}^N t \times f_t \times (1+i)^{-t}}{P}$$

dove t rappresenta la scadenza di ogni flusso, $f(t)$ l’ammontare del flusso di cassa, i il tasso di interesse di mercato (o di valutazione), P il prezzo del titolo obbligazionario.

¹¹ Normalmente viene usata la *duration* nella versione cosiddetta di Macaulay. Si veda a tal proposito il box di approfondimento che segue.

della gestione di tale *trade off* e si focalizza sui titoli domestici, che alla fine del 2013 rappresentavano il 96,71 per cento del totale dei titoli di Stato in circolazione.

Nelle ultime settimane del 2013 la Direzione del Debito Pubblico, oltre ad avviare la consueta indagine presso gli operatori di mercato per sondarne le attese circa la politica di emissione del 2014 e le sue modalità attuative, in linea con quanto avviene ormai da alcuni anni ha analizzato le caratteristiche in termini di costo e di rischio di diverse possibili composizioni delle emissioni di titoli domestici (cosiddetti “portafogli di emissione”), giudicate compatibili con le condizioni di mercato, anche sulla base delle prassi normalmente utilizzate dal Tesoro per garantire trasparenza, regolarità e prevedibilità dei collocamenti e adeguata liquidità ai singoli titoli sul mercato secondario.

Pertanto, è stata preliminarmente condotta un’analisi di approfondimento del possibile andamento del mercato dei titoli di Stato nei successivi 12 mesi, svolta attraverso la consultazione di documenti previsionali prodotti dai principali centri di ricerca - pubblici e privati - aventi forte specializzazione in materia finanziaria, nonché delle ricerche dei principali soggetti operanti sul mercato dei titoli di Stato. Con questi ultimi, in particolare, sono stati anche effettuati incontri ad hoc, miranti al raggiungimento di una più profonda comprensione dei risvolti tecnici delle diverse opzioni, con un focus specifico sui riflessi più propriamente di mercato.

Ad esito di questa ricognizione, sono stati individuati diversi portafogli di emissione coerenti con la capacità di assorbimento del mercato¹² e con le caratteristiche fondamentali della gestione del debito pubblico in Italia.

Come condizione preliminare, tutti i portafogli dovevano consentire di rifinanziare:

- a) le scadenze dei titoli a medio-lungo termine previste per il 2014 (pari a poco più di 193 miliardi di euro),
- b) i BOT già in circolazione (pari a poco più di 141 miliardi di euro), insieme con il cosiddetto *roll-over* dei BOT in corso d’anno, ossia le emissioni di BOT necessarie per coprire le scadenze di altrettanti BOT emessi nello stesso anno,
- c) il fabbisogno di cassa del Settore Statale (previsto nella misura di circa 60 miliardi di euro¹³),

nonché di generare un sufficiente *buffer* di giacenza delle disponibilità liquide del Tesoro per provvedere a tutte le esigenze della gestione di cassa.

I portafogli oggetto di analisi sono stati raggruppati in sette categorie:

- 1) portafogli in linea con la composizione delle emissioni del 2013, salvo che per il BTP Italia (le cui emissioni nel 2013 erano andate ben oltre le aspettative, anche per via del meccanismo di emissione) e per il BTP 7 anni nominale, le cui emissioni venivano rese regolari su base mensile, al fine di alleggerire il comparto BTP nominale a 3 e 5 anni;

¹² Tra l’altro, sono state svolte analisi circa il probabile impatto dell’approssimarsi del primo rimborso dell’operazione LTRO triennale della BCE, attivata nel novembre del 2011, sulla detenzione di titoli di Stato da parte degli istituti di credito domestici. Al riguardo si rinvia a quanto esposto nel Capitolo IV.

¹³ Dato sottostante le previsioni di finanza pubblica per il 2014 inserite nella Nota di Aggiornamento al DEF del 2013.

rispettivamente o la strategia del 2013, o un incremento - rispetto a quest'ultima - delle emissioni sull'area 7 anni, oppure ancora un aumento dei titoli reali a scapito di quelli nominali, erano tutti caratterizzati dal fatto di essere “dominati” dal precedente gruppo di portafogli, dato che rispetto a questi presentavano o un costo maggiore a parità di rischio o, viceversa, un rischio maggiore a parità di costo.

FOCUS
II SAPE
Introduzione

Il finanziamento FIRB 2003 del MIUR (D.D. 2186-Ric 12/12/2003), erogato all'Istituto Applicazioni del Calcolo del CNR (capofila di un gruppo che comprendeva altre realtà accademiche, quali le Università Bocconi, Statale di Milano e Tor Vergata di Roma) nell'ambito del Programma Strategico “Scienze umane, economiche e sociali”, Progetto Obiettivo “La gestione del debito pubblico”, ha permesso l'avvio del lavoro modellistico e di sviluppo software che ha portato il Dipartimento del Tesoro a dotarsi di uno strumento per il supporto alle decisioni per la gestione del debito pubblico che permette, tramite tecniche di simulazione stocastiche, l'analisi del costo e del rischio di portafogli di titoli di Stato. Il modello negli anni ha visto diverse fasi di sviluppo gestite in collaborazione tra il menzionato istituto del CNR e il Dipartimento del Tesoro, che negli ultimi anni si è anche avvalso del supporto analitico e informatico di Sogei.

Il modello matematico

Il modello matematico ed il corrispondente software (chiamato SAPE – Software di Analisi dei Portafogli di Emissione) è in continua evoluzione, al fine di conseguire una sempre più completa integrazione delle diverse basi dati e tener conto di tutte le attività gestionali che possono impattare sugli scenari futuri. Dalla fine del 2013 il lavoro di affinamento del modello si è orientato ad includere anche titoli in valuta estera (USD) e semplici strumenti derivati, in modo da poter effettuare analisi costo/rischio su strategie omnicomprehensive.

Funzione costo ed analisi Costo/Rischio

La principale funzione obiettivo nell'analisi dei portafogli è la misura per competenza del costo del servizio del debito secondo il regolamento ESA 2010. La scelta tra differenti possibili portafogli di emissione deve essere ponderata tenendo conto sia del costo, in termini di spesa per interessi, sia del rischio di tasso di ogni singolo portafoglio rispetto ad un campione rappresentativo di possibili scenari di evoluzione dei tassi di interesse e di inflazione.

Per ogni possibile portafoglio di emissione si può costruire la distribuzione della funzione costo rispetto all'insieme degli scenari di evoluzione dei tassi di interesse in esame. Da tale distribuzione si ottengono tutte le informazioni sul costo (cioè dove la distribuzione è collocata) ed il rischio (l'ampiezza della distribuzione) per il portafoglio in oggetto. All'interno del SAPE è previsto il calcolo di differenti misuratori sintetici di costo (media dei costi, *CaR* (*Cost at Risk*), massimo costo, ecc.) e di rischio (deviazione standard dei costi, *Relative CaR*, *ES* (*Expected Shortfall*), ecc.) in modo da permettere uno studio il più possibile completo dei possibili portafogli di emissione.

Successivamente alla scelta delle funzioni di costo e di rischio, una tecnica consolidata di selezione di portafogli passa attraverso la costruzione della frontiera efficiente. Tale frontiera viene identificata a partire dalla costruzione di un grafico in cui ogni portafoglio è un punto sul piano le cui coordinate riportano il rischio ed il costo di tale portafoglio. I portafogli di frontiera sono quelli per cui ad ogni fissato valore di rischio corrisponde il costo minore. La selezione di uno tra i portafogli migliori, ossia quelli nella frontiera, si basa sull'avversione o sulla propensione al rischio del gestore. Solitamente la frontiera efficiente viene costruita osservando le variabili di costo e di rischio alla fine dell'intervallo di previsione.

dalla Federal Reserve per la stima della curva reale riferita ai titoli *inflation-linked (TIPS)*. A tale proposito si veda il lavoro di Gürkaynak et al. (2008)¹⁵.

Successivamente il modello è stato ampliato per includere nella stima le curve swap europea ed americana. In dettaglio, la curva swap europea è stata integrata nella specificazione congiunta che già comprendeva le curve governativa e *BEI*, e consente di derivare endogenamente ed in modo coerente gli *spread* dei tassi swap rispetto ai corrispondenti tassi nominali governativi. Il modello include inoltre la curva swap americana (*USD*), in quanto è desiderabile e in effetti necessario garantire in simulazione un legame stabile tra le due curve per ottenere scenari coerenti. Con queste informazioni il modello sarà in grado di elaborare misure di costo e rischio che tengano conto esplicitamente dei titoli in valuta *USD* e di operazioni in derivati. Durante il 2014, peraltro, sono state condotte analisi aggiuntive per l'introduzione, anche all'interno del modello SAPE, della stima del rischio di controparte relativamente agli strumenti derivati e più recentemente è stato sviluppato, a tal proposito, un modello stilizzato di calcolo del *CVA (credit value adjustment)*.

La stima dei parametri delle singole curve viene effettuata, nel campione storico, con frequenza giornaliera e si basa generalmente su una specificazione ispirata al modello a quattro fattori di tipo Nelson-Siegel-Svensson, in cui la posizione dei due flessi viene opportunamente calibrata su valori di sintesi calcolati sulle stime libere campionarie. Il modello caratterizza l'andamento dei tassi delle varie curve in modo molto accurato, con errori trascurabili.

La successiva rappresentazione dinamica del modello è di tipo autoregressivo vettoriale e concettualmente riconducibile all'approccio di Diebold and Li (2006)¹⁶, che utilizza una scomposizione in fattori delle curve secondo la quale i parametri "beta" della Nelson-Siegel-Svensson possono essere interpretati rispettivamente come il livello, la pendenza e la curvatura della curva dei rendimenti.

In questo modo l'evoluzione dinamica dei singoli fattori viene stimata econometricamente, con frequenza mensile, attraverso un sistema congiunto di equazioni, stimato in modo tale da tener conto delle interrelazioni esistenti tra le diverse equazioni. Il modello vettoriale così stimato viene quindi utilizzato per simulazioni stocastiche fuori dal campione mediante *bootstrapping* sulla matrice dei residui campionari. L'utilizzo di questa tecnica è particolarmente appropriato in quanto non necessita di nessuna definizione per la distribuzione di probabilità dei residui.

In generale, per le analisi costo-rischio sui portafogli di emissione, l'orizzonte di previsione è di circa 5 anni. Gli scenari prodotti con la simulazione stocastica del modello sono coerenti con i dati storici in termini di proprietà statistiche delle curve dei rendimenti, in particolare in termini di varianza calcolata per le diverse scadenze e covarianza tra tassi nominali e *BEI* e tra tassi nominali e swap.

Per quanto riguarda la quota di titoli indicizzati all'inflazione europea e italiana (*BTP€* e *BTP Italia*), gli scenari prodotti per la curva *BEI* consentono di ottenere proiezioni coerenti per gli indici dei prezzi *HICP* e *FOI*, tenendo conto delle relazioni osservate *in-sample* tra i dati *BEI* e gli indici dei prezzi stessi.

I parametri del modello vengono sottoposti a frequenti esercizi di calibrazione al fine di includere nel campione storico di stima le osservazioni più recenti, con particolare riferimento agli shock osservati negli ultimi anni sulle curve governativa italiana e swap europea.

¹⁵ Refet S. Gürkaynak & Brian Sack & Jonathan H. Wright, 2008. "The *TIPS* yield curve and inflation compensation," Finance and Economics Discussion Series 2008-05, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.)

¹⁶ F.X. Diebold, C. Li / Journal of Econometrics 130 (2006) 337-364

Il ruolo delle operazioni in derivati per la gestione del *trade off* rischio di tasso/costo per il 2014

La politica di emissione obbligazionaria deve essere gestita con continuità, prevedibilità e trasparenza, tenendo conto delle preferenze e della capacità di assorbimento del pubblico degli investitori. La struttura del mercato dei capitali non permette infatti di accomodare qualunque esigenza dell'emittente: esistono limiti oggettivi alla domanda di titoli che possono non permettere di attuare modifiche di portafoglio nella misura e nei tempi desiderati. Inoltre, ogni politica di emissione obbligazionaria crea nel tempo un profilo di scadenze a medio-lungo termine che costituisce un vincolo oggettivo per la successiva attività di emissione.

Eventuali disallineamenti tra la struttura di portafoglio resa possibile dal mercato dei capitali e gli obiettivi gestionali possono essere colmati con l'uso dei derivati. Il documento redatto congiuntamente da esperti dell'OCSE, del FMI e della Banca Mondiale nel 2008 rileva la prassi adottata da molti gestori del debito sovrano, sottolineando che "l'attuazione della strategia del debito può includere l'uso di derivati per separare le decisioni di finanziamento da quelle di composizione ottimale del portafoglio, ridurre il costo di indebitamento e gestire i rischi di portafoglio (in particolare il rischio di *refixing* del tasso di interesse e il rischio di rifinanziamento)."¹⁷

Pertanto, anche l'utilizzo degli strumenti derivati¹⁸, autorizzato dall'art. 3 del Decreto Cornice, ha concorso al raggiungimento degli obiettivi gestionali generali dettati dall'art. 2 del Decreto medesimo, ovvero il contenimento del costo complessivo dell'indebitamento e la protezione dai rischi di mercato e di rifinanziamento in una prospettiva di medio-lungo periodo, sulla base delle informazioni disponibili e delle condizioni di mercato.

Come negli anni precedenti, l'attività in derivati doveva complementare l'attività di emissione per il raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica nella gestione del debito, e più precisamente nel 2014 doveva contribuire all'obiettivo generale di almeno stabilizzare l'*average refixing period* e allungare la durata finanziaria (*duration*) del debito.

Questi obiettivi venivano stabiliti in un contesto di mercato particolarmente complesso, che registrava, assieme alle conseguenze della crisi dei debiti sovrani in Europa del 2011-2012, il delinearsi di nuovi e significativi vincoli imposti al sistema bancario dalla regolamentazione di vigilanza prudenziale. Tali vincoli stavano determinando la necessità, da parte delle banche controparti del Tesoro nei contratti derivati, di acquisire nuove coperture o di appostare capitale di vigilanza aggiuntivo, al fine di fronteggiare il rischio di credito connesso con i contratti stessi.

¹⁷ "The implementation of the debt strategy may include the use of derivatives to separate funding decision from the optimal portfolio composition decision, reduce the cost of borrowing, and manage risks in the portfolio (in particular interest rate refixing risk and refinancing risk)". - OECD (2008) "Use of Derivatives for Debt Management and Domestic Debt Market Development: Key Conclusions".

¹⁸ Ai sensi della Legge finanziaria per il 2005 (Legge 30 dicembre 2004, n.311), sono stati stipulati alcuni contratti derivati riferiti a mutui attivi nei confronti di enti pubblici, trasferiti al Tesoro dal bilancio della Cassa Depositi e Prestiti a seguito della trasformazione di quest'ultima in società per azioni (articolo 5 del Decreto-Legge n. 269 del 2003 -c.d. collegato alla Legge finanziaria per il 2004- convertito, con modificazioni, dalla Legge n. 326 del 2003). L'importo nozionale di tali contratti è di poco superiore al 2% dell'intero portafoglio di derivati del Tesoro, come si mostra in dettaglio nella Tabella VI.8 (Capitolo VI). Questi contratti non rientrano nella gestione del debito e pertanto non sono oggetto del presente Rapporto.