

## **Premessa**

Ringrazio questa Commissione per l'opportunità che mi viene offerta, con questa audizione, di chiarire ulteriormente come si integrano tra loro la politica di emissione e l'attività in strumenti derivati, inquadrandole alla luce dei contesti di mercato in cui si sono collocate nel tempo e mostrando come rispondano alle migliori pratiche internazionali in materia.

Tutto ciò, con l'obiettivo primario di guardare al futuro e puntare ad ulteriori miglioramenti dell'operatività e della comunicazione su un tema che in Italia assume una rilevanza ancor più significativa che in altri Paesi, visto l'alto livello del debito, sia in termini assoluti che in rapporto al prodotto interno lordo.

Cercherò, quindi, di illustrare in dettaglio quali sono stati i principi che hanno ispirato le scelte del passato, in parte già desumibili dalle informazioni fornite dal MEF in precedenti occasioni (audizioni, risposte a interrogazioni e interpellanze, interventi pubblici di varia natura), nell'intento di far meglio comprendere come la gestione del debito pubblico si sia dispiegata con coerenza tra le sue varie componenti e nel perseguimento degli obiettivi di finanza pubblica considerati prioritari nel corso del tempo. Ma, soprattutto, illustrerò le iniziative attivate recentemente per rendere la comunicazione in materia più trasparente e, soprattutto, sistematica, attraverso un flusso informativo organico e regolare, che dia conto delle interazioni fra le diverse funzioni e attività gestionali. Sempre in una prospettiva volta al continuo miglioramento, parlerò delle iniziative di sviluppo e potenziamento della struttura che si occupa della gestione del debito, autonomamente avviate già da diverso tempo e ulteriormente in via di rafforzamento ora, iniziative che però non sono ancora note all'esterno dell'Amministrazione.

### **Principi e *best practice* di gestione del debito pubblico.**

La *best practice* internazionale in materia di uso dei derivati nella gestione del debito pubblico offre un prezioso contributo per inquadrare l'attività dell'Italia nel settore e chiarire alcuni dubbi che si sono generati nel dibattito pubblico in materia. La *best practice* è rinvenibile nei principi guida prodotti dalle principali istituzioni finanziarie multilaterali e nelle prassi operative dei Paesi maggiormente impegnati nella programmazione, gestione e controllo del debito.

E' bene richiamarsi quindi ad alcuni punti essenziali in cui si articolano le pratiche virtuose di gestione del debito pubblico, secondo le Linee Guida elaborate dagli organismi internazionali e la

concreta prassi di Paesi vicini all'Italia. Esse si organizzano fondamentalmente intorno ai seguenti punti:

- a) L'obiettivo fondamentale della gestione del debito pubblico
- b) Il rischio per il gestore del debito pubblico
- c) I diversi ruoli dell'emissione del debito e della gestione con derivati
- d) Il diverso regime di pubblicità del debito e dei derivati
- e) La strutturazione degli uffici preposti.

***A) L'obiettivo fondamentale: il più basso costo compatibile con il contenimento del rischio a lungo termine***

L'obiettivo fondamentale della gestione del debito pubblico viene enunciato a pag. 11 delle linee guida pubblicate dal Fondo Monetario Internazionale e dalla Banca Mondiale<sup>1</sup>, 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 di costo e rischio implica un *trade off*."<sup>2</sup>

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 degli effetti della recente crisi del debito sovrano: "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."<sup>3</sup>

Obiettivo primario della gestione di un debito sovrano, universalmente condiviso dalla comunità finanziaria internazionale, consiste quindi nell'assicurare che le obbligazioni di pagamento che uno

---

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

<sup>2</sup> "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."

<sup>3</sup> "Debt portfolio risks should be kept at prudent levels, while funding costs are minimized over the medium to long term."

Stato ha contratto indebitandosi siano onorate al più basso costo compatibile con il contenimento del rischio in un orizzonte di lungo termine, che è quello proprio del debito pubblico.

Da questo principio discende una serie di conseguenze di grande importanza nella questione che stiamo trattando: che cosa sia il rischio per un debitore sovrano, la diversa funzione della gestione con derivati rispetto alla politica di emissione del debito, il diverso regime di pubblicità del debito e dei derivati.

## ***B) Il rischio per il gestore del debito pubblico***

### ***B.1) Principi generali***

E' dunque universalmente riconosciuto, oltreché intuitivo, che un debito pubblico non possa 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 evidentemente compatibile con la necessità vitale di assicurare prima di tutto la capacità di rifinanziare lo stock del debito nel tempo e, in subordine, di farlo al costo mediamente più contenuto possibile in un orizzonte di lungo periodo e virtualmente indefinito, aperto a ogni genere di shock potenziale. Naturalmente, anche un allungamento estremo della vita del debito, oltre che impraticabile per i vincoli strutturali del mercato dei capitali, risulterebbe particolarmente oneroso per i più alti tassi associati alle scadenze più lunghe.

Il costo è quindi definito in termini di livello del tasso d'interesse pagato e il rischio in termini di possibilità che questo livello aumenti nel tempo.

Le Linee Guida del FMI e della Banca Mondiale chiariscono che la modalità di gestione tipicamente adottata dai Paesi avanzati è quella degli “*strategic target portfolios*”, che definiscono una struttura di portafoglio tendenziale che il gestore desidera avere in base alle proprie preferenze di costo e di rischio (v. pag. 34 delle *Guidelines*), quindi generalmente indicati in termini di vita media o di durata finanziaria.

Il punto è inoltre chiarito con maggior dettaglio ad esempio nei documenti di *policy* resi disponibili dalle agenzie del debito svedese e olandese, sicuramente tra le più attente nell'approfondire i temi che investono la gestione del debito sovrano.<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup> Si veda sul punto, inequivocabilmente, la sezione “*Concepts of Cost and Risk*” della “*Proposal for guidelines for the management of the central government debt*” prodotta il 1/10/1999 dallo *Swedish National Debt Office*. Si vedano inoltre le pag. 5-6 e 23-27 e del “*Risk Management of the National Debt – Evaluation of the 2008-2011 Policy and 2012-2015 Policy*” pubblicato dall'Agenzia del debito pubblico olandese nell'ottobre del 2011.

In concreto, tutti i gestori del debito pubblico risolvono il *trade-off* fondamentale tra costo e rischio individuando un obiettivo tendenziale di “durata” del debito, variamente definito dal punto di vista tecnico (*duration*, vita media, *average refixing period*, stock a rischio di tasso d’interesse...), gradualmente aggiustato nel tempo.

Ricordo che la *duration* - o durata finanziaria - è un indicatore sintetico che, per un debitore, rappresenta la durata media del portafoglio delle passività, ponderata per il valore attuale di tutti i relativi flussi di pagamento, sia quelli di rimborso del capitale sia quelli in conto interessi. La vita media fornisce invece un valore temporale, sempre ponderato per le quantità, che tiene conto solo del capitale da rimborsare a scadenza; mentre l’*average refixing period* dà conto del tempo medio mancante perché la struttura del debito incorpori i nuovi tassi di mercato.

Questo punto di equilibrio è almeno in parte dettato dalla struttura della domanda per il debito di un determinato Paese, struttura che può evolvere solo molto gradualmente nel tempo. Inoltre, un approccio prudente alla gestione del debito suggerisce che ad elevati rapporti stock del debito/PIL corrispondano livelli di *trade-off* costo/rischio improntati a maggiore cautela (quindi con durate del debito più lunghe anche se più costose).<sup>5</sup>

Diversi posizionamenti del portafoglio in termini di *duration* sono giustificati dalle esigenze di gestione del rischio dei singoli Paesi. A titolo esemplificativo, la *duration* del debito italiano è stata incrementata; mentre quella del debito olandese è stata tendenzialmente ridotta. Il diverso atteggiamento è fisiologico e non sorprende, perché il rapporto tra lo stock del debito pubblico olandese e il PIL è molto più basso che nel caso dell’Italia (nel 2014, rispettivamente 69% e 132%).

E’ importante chiarire, infatti, come a ogni dato punto di equilibrio tra durata e costo del debito corrisponda una situazione in cui si potrebbe dire che il portafoglio “guadagni” dai rialzi del livello dei tassi d’interesse e “perda” dai ribassi. Tuttavia i termini “guadagnare” e “perdere” sono molto impropri: il portafoglio di debito deve posizionarsi su una determinata durata prudenziale (in linea di principio maggiore per un emittente caratterizzato da un elevato debito in rapporto al prodotto) e, per ogni durata del portafoglio, non ha senso rappresentare le successive evoluzioni dei tassi di mercato come “guadagni” o “perdite”.

E’ molto significativo constatare che nessun gestore del debito sovrano rappresenti i risultati della propria attività in termini di *mark-to-market* positivi o negativi. La gestione prudenziale del debito pubblico nel lungo termine richiede il posizionamento su strutture di portafoglio relativamente lunghe, che minimizzino la spesa per interessi in modo compatibile con la contemporanea

---

<sup>5</sup> Si veda ancora ad esempio pag. 22 del citato rapporto della *Dutch State Treasury Agency*.

minimizzazione del rischio di rifinanziamento del debito e di futura traslazione verso l'alto della spesa per il servizio del debito.

D'altra parte, lo stesso Protocollo sulla procedura dei disavanzi eccessivi del Trattato di Maastricht, stabilendo che il debito da monitorare debba essere calcolato al valore nominale, sancisce il principio che, per uno Stato, è il rispetto dell'obbligo di rimborso del dovuto nei termini pattuiti a essere rilevante. Sotto questo profilo, le fluttuazioni di valore derivanti esclusivamente dal mutamento dei corsi di mercato sono ininfluenti. Per comprendere quanto razionale sia questo approccio, basti pensare a che cosa succederebbe se il rispetto del parametro di debito dovesse basarsi sul valore di mercato anziché sull'importo nominale. Avremmo che, nei momenti di maggiore instabilità, normalmente caratterizzati da tassi in aumento e tensioni sul mercato (con tutte le difficoltà che ne derivano), il valore del debito apparirebbe in miglioramento, mentre tale valore crescerebbe, apparendo meno sostenibile, proprio quando le condizioni di finanziamento diventano più favorevoli e i tassi scendono. Ad esempio, a fine dicembre 2011 (momento di grande tensione sul debito italiano) il *mark to market* dei titoli Stato era 1.380.709 milioni di euro contro un valore nominale di 1.586.741 milioni<sup>6</sup> (oltre 206 miliardi di euro in meno, quando l'impegno finanziario dello Stato corrispondeva invece al nominale); invece, al 31 marzo 2015, cioè nella fase più favorevole di mercato dopo l'avvio del QE, quando i rendimenti dei titoli italiani toccavano i minimi storici assoluti, a fronte di un valore nominale dello stock di 1.831.118 milioni di euro, il corrispondente valore di mercato si attestava a 2.158.449 milioni di euro: ben 327.331 milioni in più, senza alcuna obbligazione a pagare da parte dello Stato in corrispondenza.

Non a caso, infatti, i principi contabili per uno Stato sono totalmente diversi rispetto a quelli delle banche, dei fondi pensione e di investimento o delle assicurazioni. L'impatto della gestione del debito sul bilancio dello Stato avviene attraverso il canale della spesa per interessi e dei rimborsi dei titoli.

Il gestore di debito pubblico non deve quindi prendere posizione con atteggiamento speculativo, puntando a "guadagnare" da un'evoluzione favorevole del mercato. Paradossalmente, questo è invece quanto si aspetterebbe, forse inconsapevolmente, chi afferma che l'Amministrazione finanziaria dovrebbe puntare a trarre un risultato "positivo" dalla propria gestione.

Pertanto, se un gestore del debito si posiziona su durate prudenziali e quindi relativamente lunghe, come è il caso dell'Italia, è concettualmente assurdo caratterizzare come "perdite" le conseguenze di questa strategia nel caso in cui l'evento rischioso (la salita dei tassi) non si sia realizzato.

---

<sup>6</sup> Valore comprensivo degli effetti dei *cross currency swap* di copertura del cambio. Senza invece tenerne conto, il valore sarebbe pari a 1.586.741 milioni di euro.

Sarebbe egualmente scorretto descrivere come “guadagni” (o peggio “vincite”) le conseguenze di un rialzo dei tassi. In conclusione, il ruolo del gestore del debito pubblico non è, né potrebbe essere, quello di prendere posizione per “battere” il mercato.

## ***B.2) Esperienza italiana***

E' alla luce di tutte queste considerazioni che deve essere inquadrata la politica di gestione del debito adottata dal Tesoro italiano da oltre 20 anni. Dopo la grave crisi monetaria e finanziaria del 1992, infatti, ogni decisione fu ispirata a rafforzare la struttura del debito e a ridurre i costi di emissione: cosa possibile solo riguadagnando la fiducia del mercato.

In occasione di quella crisi molte aste di titoli di Stato restarono scoperte. La composizione del debito dell'epoca era ancora ampiamente esposta alle fluttuazioni dei tassi di interesse, poiché i due terzi del debito erano costituiti da BOT o CCT a tasso variabile e la vita media era inferiore ai tre anni. Questa debolezza strutturale determinò pesantissime ripercussioni sul bilancio dello Stato, poiché il repentino e ampio incremento dei tassi, passati in poche settimane dal 12 al 18%, generò un considerevole aggravio della spesa per interessi.

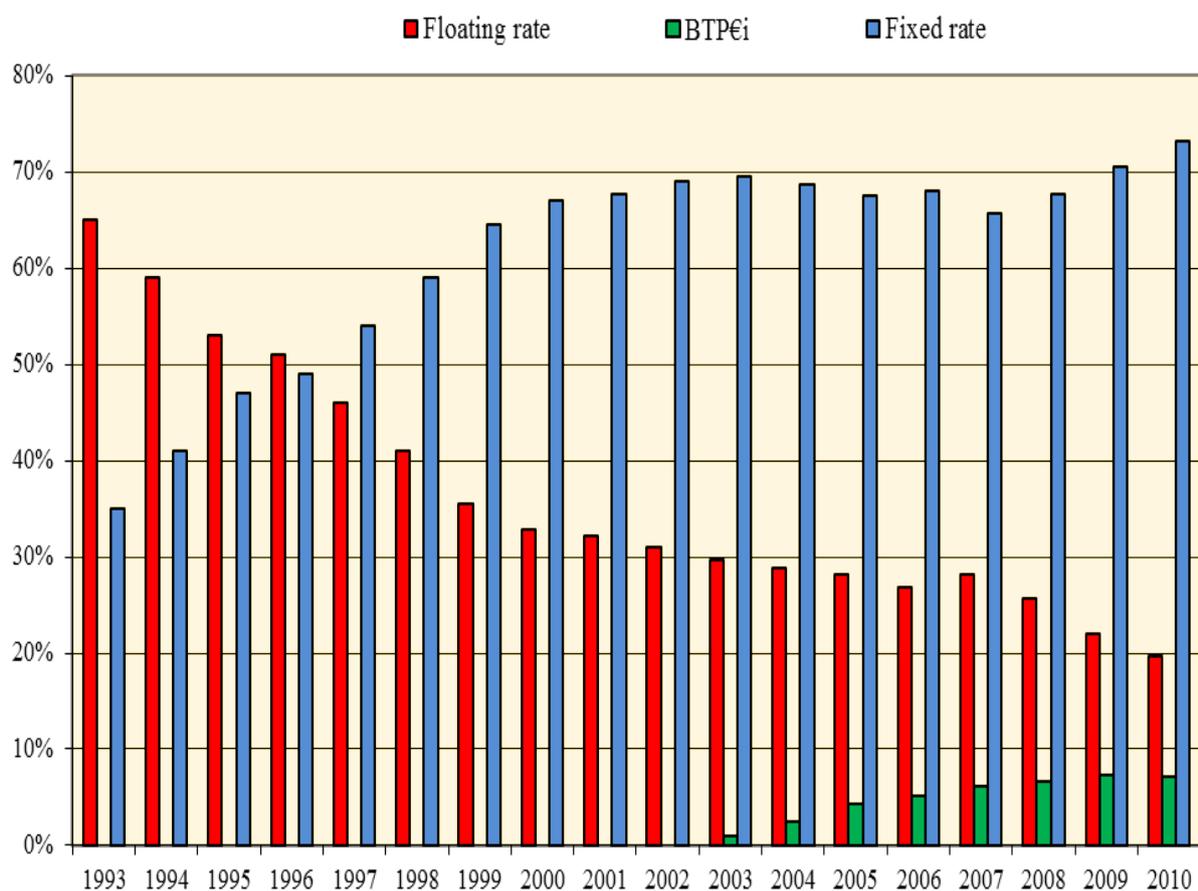
Ma ancora più grave fu il pregiudizio alla fiducia degli investitori nei confronti dell'Italia quale emittente sovrano. Andava dunque rafforzata, da un lato, la struttura del nostro debito e del nostro mercato - sia primario che secondario - e, dall'altro, si rendeva necessario riguadagnare la credibilità sui mercati internazionali per assicurare, attraverso l'allargamento della base di investitori, maggiore stabilità e minori costi di emissione.

Venne allora operata una profonda riforma del mercato primario e secondario dei titoli di Stato, fra l'altro introducendo, con il regolamento del 24 febbraio 1994, la figura dello Specialista in titoli di Stato, intermediario selezionato tra i migliori operatori principali (i c.d. *primary dealer*) dell'MTS (il mercato telematico dei titoli di Stato) che, oltre a impegnarsi continuativamente a quotare i titoli di Stato sulla piattaforma regolamentata di negoziazione, si assume anche obblighi di sottoscrizione dei titoli in asta. Con il sistema così rivisto, crisi di portata analoga a quella del 1992 (ad esempio, la crisi messicana di inizio 1995) non ebbero effetti ugualmente dirompenti sul livello dei tassi dei titoli italiani e le aste vennero coperte anche in contesti difficili.

Contemporaneamente a queste innovazioni, il Tesoro lanciò le emissioni in dollari sotto il programma Global, con l'intento di riaffermare la presenza della Repubblica Italiana come emittente regolare ed affidabile sui mercati internazionali, con un particolare focus sul mercato del

dollaro statunitense, e parallelamente venne rivista tutta la documentazione relativa all'attività in derivati, per i quali fu negoziata la disciplina sotto diritto italiano.

Una volta stabilito un tale assetto di solidità e aderenza ai migliori standard internazionali, è stato possibile procedere a una ricomposizione del debito che ne rendeva la struttura molto meno esposta al rischio di tasso e consentiva di raggiungere, nel 2010, una vita media di 7,2 anni. Parallelamente, l'attività in derivati diventava il naturale complemento dell'attività di emissione per la gestione del debito e il raggiungimento degli obiettivi di finanza pubblica, modulati in funzione delle priorità che il contesto esterno e le scelte politiche richiedevano.



## ***C) Diversa funzione assoluta dalle emissioni e dai derivati***

### ***C.1) Principi generali e prassi internazionali***

E' universalmente accettato, dalle organizzazioni finanziarie internazionali e da tutti gli Stati sovrani, che l'accesso al mercato del debito e in particolare la politica di emissione obbligazionaria nel mercato domestico debbano essere gestiti con continuità, prevedibilità e trasparenza, senza trascurare le preferenze, le esigenze di liquidità e la reale capacità di assorbimento degli investitori. E' anche universalmente riconosciuto il valore del mantenimento di un'adeguata infrastruttura del mercato del debito, anche attraverso lo sviluppo di un efficiente sistema di *primary dealer* che favorisca il collocamento e la negoziazione dei titoli del debito pubblico. Atteggiamenti opportunistici sono sconsigliati perché minano il rapporto di fiducia che deve necessariamente stabilirsi tra investitori ed emittenti affinché questi ultimi possano fare ricorso in modo ricorrente al mercato dei capitali, e lo possano fare a costi il più possibile contenuti nel lungo periodo. In definitiva, un emittente sovrano non può fare quello che vuole per massimizzare la propria utilità, perché ciò verrebbe ripagato a caro prezzo (è il caso di dire: con gli interessi!) in seguito.

Inoltre, anche indipendentemente da uno sconsigliabile atteggiamento opportunistico della politica di emissione di un ente sovrano, la struttura del mercato dei capitali in ogni caso non permette di accomodare qualunque esigenza dell'emittente. Esistono limiti oggettivi: qualora la situazione congiunturale o la programmazione di bilancio suggeriscano modifiche al portafoglio del debito (in allungamento o in accorciamento delle scadenze; con maggiore preferenza per il tasso fisso o viceversa), l'effettiva domanda reperibile sul mercato raramente permetterà di attuare queste modifiche esattamente nella misura desiderata.

Infine, ogni politica di emissione obbligazionaria crea necessariamente, nel tempo, una struttura di scadenze a medio/lungo termine che costituiscono un vincolo oggettivo per la successiva attività di emissione, rendendo più difficile ogni tentativo di modificare la struttura del portafoglio in una direzione desiderata facendo esclusivo affidamento su ulteriori emissioni di debito.

Tutto questo rende chiaro che la politica di emissione è caratterizzata da vincoli strutturali che ne rendono gli aggiustamenti relativamente lenti e difficili. 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, che costituiscono lo strumento normale e appropriato a questi fini e come tali vengono riconosciuti dalle Linee Guida del FMI e della Banca Mondiale e dai molti Stati sovrani che fanno ricorso allo strumento.

Nel 2008, un documento redatto congiuntamente da esperti dell'OCSE, del FMI e della Banca Mondiale aveva rilevato la prassi adottata dai principali 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)." <sup>7</sup>

Un'ampia *survey* pubblicata dall'OCSE nel 2011 registra che "gli emittenti sovrani dell'OCSE fanno un uso intensivo dei derivati *over the counter*"<sup>8</sup>. La *survey* riporta che nel quadriennio precedente, 2007-2010, ventiquattro dei trentatré Paesi OCSE avevano utilizzato derivati, con un ammontare nozionale medio dei contratti nel quadriennio pari all'8% del debito delle Amministrazioni centrali.<sup>9</sup>

Nell'ambito dell'Unione monetaria, la maggior parte dei Paesi ricorre allo strumento; alcuni, come la Germania e i Paesi Bassi, in modo sistematico e strutturale, con percentuali molto significative dello stock nozionale di derivati rispetto allo stock nominale del debito pubblico. Infatti, la politica di emissione è mantenuta libera da finalità di riaggiustamento del rischio di tasso del portafoglio; quest'ultimo obiettivo è invece perseguito attraverso l'uso dello strumento appropriato allo scopo, costituito dai derivati.<sup>10</sup>

Le scelte dei vari Paesi sono condizionate dalle rispettive situazioni di finanza pubblica e dalla struttura dei propri mercati finanziari di riferimento. Paesi con consistenze debitorie in proporzione del prodotto meno impegnative di quella dell'Italia, e con strutture dei mercati monetari e dei capitali tradizionalmente più orientate alle scadenze di lungo termine, possono permettersi di perseguire obiettivi di riduzione della durata del proprio portafoglio di debito, beneficiando nel breve periodo di una spesa per interessi più bassa e accettando rischi più alti di risalita dei tassi.

Una volta ottenuta una struttura prudenziale di portafoglio, il *mark to market* della componente derivata assume un'importanza limitata, se non del tutto fuorviante. Si deve ricordare che, come

---

<sup>7</sup> "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".

<sup>8</sup> "OECD sovereigns make extensive use of OTC products". - OECD (2011) "Regulatory Reform of OTC Derivatives and Its Implications for Sovereign Debt Management Practices".

<sup>9</sup> Il dato medio riferito all'Italia nello stesso periodo è pari all'11%, pertanto non distante dalla media OCSE.

<sup>10</sup> Si veda per tutti quanto affermato dall'Agenzia Finanziaria tedesca "swap transactions can be used to convert the demand-oriented issue structure into a maturity structure that is appropriate for the Federal Government" o dal Tesoro finlandese "The primary principle of interest risk management is to differentiate interest risk management implemented mainly through derivative instruments from funding" sui propri siti istituzionali.

esposto in precedenza, a causa dei vincoli oggettivi rappresentati dal funzionamento del mercato del debito, gli aggiustamenti della struttura di tasso d'interesse del portafoglio possono talora essere più agevolmente effettuati per mezzo dei derivati. I derivati pertanto sono elementi integranti del portafoglio complessivo del debito, di cui fanno parte. Abbiamo visto come il debito non debba essere valutato in base all'evoluzione del proprio *mark to market* (cioè del relativo prezzo di mercato). Parimenti, per un gestore del debito statale non ha senso che la performance della componente derivata sia valutata in base all'evoluzione del proprio *mark to market*. Altrimenti si cade nel paradosso di osservare senza particolare apprensione - e giustamente - un titolo di Stato con un tasso cedolare divenuto ormai alto alla luce dei rendimenti correnti di mercato; ma allo stesso tempo di registrare con allarme (e di calcolare ansiosamente le "probabilità di recupero della perdita") un analogo tasso fissato mediante *swap*.

Il citato documento congiunto OCSE/FMI/BIRS del 2008<sup>11</sup> sottolinea la questione del diverso trattamento contabile del debito sottostante (valore nominale) e dei derivati (*mark to market*), riconoscendo che "questo complica la comunicazione e la valutazione della riduzione del rischio alla quale i derivati erano finalizzati.<sup>12</sup>".

### ***C.2) Casistica internazionale: una varietà di approcci all'interno di un'impostazione comune***

Ritengo utile fare alcuni cenni all'esperienza di Paesi che sono da un punto di vista istituzionale ed economico vicini all'Italia. Alcuni di essi, come Francia, Belgio o Spagna, fanno ricorso ai derivati in modo occasionale: la prima per svolgere un limitato programma di accorciamento della *duration* del debito; i secondi sostanzialmente al solo fine di coprire eventuali emissioni in valuta estera. Altri Paesi - come Germania, Olanda, Svezia e Danimarca - ricorrono allo strumento in modo strutturale.

In **Germania** l'uso dei derivati - e non la politica di emissione - rappresenta lo strumento per aggiustare la struttura di tasso d'interesse. Ogni anno la legge di bilancio federale definisce un volume massimo per il ricorso a nuove operazioni di *swap*, al fine di limitare l'esposizione del governo federale al rischio di controparte e al rischio di mercato. Per il 2015, l'Agenzia Finanziaria è autorizzata a concludere nuove operazioni entro l'anno suscettibili di generare un incremento complessivo del portafoglio *swap* non superiore a 80 miliardi di euro.

---

<sup>11</sup> V. nota 7.

<sup>12</sup> "This complicates communication and evaluation of the risk reduction that derivatives were intended to help achieve".

Il portafoglio di derivati dell’Agenzia federale tedesca è vasto sia in assoluto (243,8 miliardi di euro alla fine del 2013, e già in riduzione di 57 miliardi rispetto al 2012), sia in relazione al debito (più dell’11% sul debito complessivo e circa il 15% sul debito in titoli). Dalle notifiche a Eurostat risulta un *mark to market* negativo del portafoglio *swap* pari a 16,8 miliardi nel 2013, in diminuzione dai 18,2 miliardi negativi del 2012.

La Germania non riporta il valore negativo del proprio portafoglio di derivati come un insuccesso della propria politica di gestione, perché esso è la necessaria conseguenza delle scelte effettuate in termini di *average refixing period*, che a loro volta costituiscono l’attuazione delle scelte che il gestore del debito tedesco avrebbe desiderato effettuare sul mercato del debito, ma che non sono state possibili a causa dei vincoli strutturali dello stesso.

L’**Olanda** a partire dal 2008 persegue un *benchmark* dopo *swap*, rigidamente determinato nell’obiettivo di mantenere una vita media costante del portafoglio di debito pari esattamente a 7 anni. Per attuare un *benchmark* tecnicamente così ambizioso, l’Olanda deve fare un uso strutturale e particolarmente intenso di derivati. Questo approccio è frutto di una revisione radicale del precedente sistema che era basato su una variabile di controllo rappresentata dalla porzione di debito che alla fine di ogni anno restava esposta a cambiamenti di spesa per interessi nel corso dell’anno successivo.

Al momento, le informazioni fornite dall’agenzia del debito olandese in termini di consistenza nozionale netta del portafoglio di *swap* in cui lo Stato olandese paga e riceve tasso fisso forniscono un ammontare minimo dello stock di derivati pari ad almeno il 70% dello stock del debito (circa 206 miliardi di euro); tuttavia, il dato fornito (consistenza netta e non assoluta) e le modalità operative di utilizzo dei derivati (continuo aggiustamento in allungamento e in accorciamento delle scadenze dell’intero portafoglio del debito al fine di convergere costantemente su un obiettivo ritenuto ottimale di sette anni di vita media) sono compatibili con una consistenza del portafoglio di derivati anche (e forse probabilmente) superiore alla consistenza stessa del debito sottostante. Nessun particolare rilievo è dato al *mark to market* della gestione. Dalle notifiche a Eurostat risulta un *mark to market* positivo del portafoglio *swap* pari a 9,7 miliardi nel 2013, in diminuzione da 12,8 miliardi positivi nel 2012.

L’Agenzia olandese nel triennio 2008-2010 ha registrato un risultato negativo della gestione in derivati conclusi nel periodo rispetto al *benchmark* pari a 2,4 miliardi di euro. L’Agenzia esplicitamente si riferisce alla caduta dei tassi d’interesse a partire dal 2008 per spiegare tale valore; ciò perché il *benchmark* ha obbligato l’Agenzia ad aumentare la quota di tasso fisso del portafoglio. Contemporaneamente, però, il valore di mercato dei derivati risultante dalle notifiche a Eurostat è

positivo nello stesso periodo (di 1,8 miliardi a fine 2010). Dall'esempio olandese possiamo ricavare due considerazioni interessanti.

La prima è che il valore complessivamente positivo del portafoglio *swap* non viene presentato come un "guadagno" della gestione, perché è il frutto della scelta di posizionarsi su un determinato punto del *trade-off* tra costo e rischio, nel caso olandese rappresentato dalla scadenza media settennale. L'obiettivo è rappresentato dal *benchmark* stesso, che è funzionale alla riduzione e alla stabilizzazione del costo nel lungo periodo, non dal valore assunto dai derivati che servono ad attuare il benchmark. Avere registrato un valore positivo non assume un significato particolare, così come non lo avrebbe assunto un valore negativo. Si noti che i valori di *mark to market* nell'esperienza olandese sono normalmente positivi perché quel Paese tende a ridurre la durata finanziaria del proprio portafoglio, così beneficiando di una situazione di mercato in cui i tassi scendano.

La seconda è che il risultato negativo (sebbene il portafoglio sia complessivamente positivo) è la conseguenza della copertura dal rischio di rialzo dei tassi: "il rischio che un rialzo del tasso d'interesse non si sia materializzato non significa che sia stato inefficiente assicurarsi contro il rischio di tasso di interesse. Dopo tutto, normalmente si considera un'assicurazione (ad esempio anti-incendio) per coprirsi dai costi di un evento inatteso (come l'incendio), ma il mancato verificarsi di tale evento non significa che non fosse saggio considerare l'assicurazione"<sup>13</sup>.

Anche la **Danimarca** fa un uso strutturale degli *swap* allo scopo di mantenere separate le politiche tese all'efficienza del collocamento del debito pubblico dalle esigenze di *fine tuning* del portafoglio di debito.

Il portafoglio derivati concorre infatti ad approssimare un obiettivo di *average refixing period*<sup>14</sup> con una tolleranza di +/- 1 anno. Le operazioni vengono comunicate per categoria di appartenenza, nozionale e scadenza, senza dare il dettaglio dei tassi scambiati, né il valore di mercato o la controparte bancaria.

Il rapporto debito/PIL particolarmente contenuto (24%; la Danimarca sul proprio debito arriva a pagare spread negativi sulla Germania) ha consentito nel tempo una strategia di accorciamento della durata attraverso il portafoglio *swap*, che infatti da quanto risulta dalle notifiche Eurostat ha generato *mark to market* positivi nei recenti anni di crisi finanziaria. Tale valore positivo è peraltro

---

<sup>13</sup> "The risk that an interest rate increase did not materialize does not mean that it was inefficient to insure against interest rate risk. After all, one usually takes out insurance (fire insurance, for example) to cover the costs of an unexpected event (such as fire), but the non-occurrence of this event does not mean that it was unwise to take out the insurance" - Pag. 38 del citato rapporto della Dutch State Treasury Agency.

<sup>14</sup> La *duration* nei rapporti del debito danesi è infatti calcolata senza *discounting*.

in diminuzione da quando la Danimarca ha deciso negli ultimi anni di assecondare un aumento della vita media del debito per trarre vantaggio dal livello eccezionalmente basso dei tassi d'interesse.

La **Svezia**, come la Danimarca, è caratterizzata da un debito molto contenuto. Il portafoglio *swap* è usato con il duplice obiettivo di abbassare l'*average refixing period* e di generare un'esposizione in valuta estera pari al 15% dello stock del debito.

Gli *swap* vengono infatti usati dallo Swedish National Debt Office (la più antica Agenzia che gestisca un debito statale al mondo) al fine di ricercare deliberatamente tassi d'interesse più bassi, accettandone i corrispettivi rischi in termini di volatilità dei livelli sia degli interessi sia dei cambi; pertanto non solo pagando tassi variabili al posto dei tassi fissi, ma anche creando sinteticamente un'esposizione a tassi d'interesse in valuta estera (euro, franchi svizzeri e yen giapponesi) più bassi dei tassi dell'indebitamento originariamente contratto nella valuta nazionale, la corona svedese.

E' inutile sottolineare come una tale strategia verrebbe sbrigativamente condannata come "speculativa" nell'ambito di un dibattito poco attento a cogliere le specificità proprie della gestione del debito sovrano.

#### ***D) Le regole di comunicazione***

La diversa funzione svolta dalla politica di emissione del debito pubblico e dalla politica di gestione con derivati fa sì che le regole di comunicazione che sovrintendono all'accesso al mercato dei capitali e alla gestione del rischio siano molto diverse: è richiesto un elevato grado di comunicazione dei dettagli del debito, che è destinato a essere rinnovato a tempo indefinito presso la base degli investitori; l'eventuale portafoglio di derivati contiene informazioni *market sensitive* ed è oggetto solo di comunicazioni di sintesi. Su questo punto la prassi internazionale è univoca.

Si possono citare in proposito le Linee Guida del FMI/Banca Mondiale, che raccomandano la promozione di un dialogo continuo con la base degli investitori e la disseminazione di tutte le informazioni relative alla composizione dello stock del debito, specificando l'utilità di comunicare la denominazione in valuta, la scadenza e la struttura di tasso d'interesse dei singoli debiti componenti il portafoglio. Per quanto attiene ai derivati, invece, le stesse Linee Guida raccomandano la comunicazione delle ragioni di fondo del loro utilizzo assieme a statistiche aggregate e/o indicatori sintetici.<sup>15</sup>

---

<sup>15</sup> Pag. 18 delle citate *Guidelines*.

Coerentemente, tutti gli emittenti del debito pubblico curano la pubblicità di informazioni dettagliate relative alla porzione del proprio debito destinata a essere rifinanziata attraverso meccanismi di asta o di collocamento sindacato sui mercati pubblici dei capitali. Per quanto riguarda le operazioni derivate, invece, le informazioni comunicate, quando disponibili, sono sempre fornite in forma riassuntiva, talune anche con qualche dettaglio riferito al profilo temporale del portafoglio. Ad esempio, la Germania distingue tra *swap* nel segmento di mercato monetario (denominati dall’Agenzia Finanziaria tedesca “*money market swaps*”) e quelli afferenti le scadenze a medio e lungo termine (denominati “*capital market swaps*”) e raggruppa i nozionali per classi di scadenza delle posizioni (0-3 anni, 3-5 anni, 5-10 anni, 10-30 anni). Altri Paesi, come sopra accennato, aggregano e presentano i dati con criteri diversi. In ogni caso, nessun Paese fornisce i dettagli dei singoli contratti (struttura dei tassi d’interesse scambiati, *mark to market* e controparte bancaria).

Tutte le informazioni rilevanti sulla strategia adottata, sia di emissione che di gestione, sono molto spesso raccolte in un rapporto annuale, che delinea ruoli, obiettivi, metodologie impiegate per raggiungere i risultati. Tale rapporto riepiloga, altresì, quanto il gestore del debito è riuscito effettivamente a realizzare nell’anno precedente, avuto riguardo alle condizioni di mercato con cui ha dovuto necessariamente confrontarsi. Lo stesso par. 27 delle più volte citate Linee Guida del FMI e della Banca Mondiale auspica la pubblicazione di un tale rapporto.

Il **Tesoro italiano** divulga da molto tempo una quantità considerevole di informazioni con cadenza regolare sul proprio sito istituzionale (peraltro fra i più ricchi e completi) per quanto riguarda l’attività di emissione e gestione sul mercato dei titoli. Inoltre, sia nel Documento di economia e finanza che nella legge di stabilità, oltre che nelle relazioni trimestrali di cassa al Parlamento e nelle linee guida per la gestione del debito per l’anno successivo, produce regolarmente gran parte dei contenuti tipici dei rapporti annuali. Fornisce poi alla Banca d’Italia il *mark to market* del proprio portafoglio derivati, con tutte le informazioni connesse necessarie per la redazione, da parte della Banca d’Italia stessa, dell’elaborazione dei conti finanziari secondo la metodologia richiesta dall’Eurostat. Più di recente, anche per quanto riguarda i derivati è stata resa al pubblico una *disclosure* ampia e piuttosto dettagliata di dati e chiarificatrice di strategie.

Inoltre, tengo a ribadire (perché è stato già detto a più riprese), che i timori di “cattive sorprese” sui conti pubblici per insufficiente presidio di controllo dei rischi sono infondati, sia per quanto riguarda le previsioni che per i dati di consuntivo.

Infatti, nell’elaborazione delle previsioni di finanza pubblica contenute nei documenti programmatici, così come nel bilancio di previsione dello Stato, si tiene conto dell’impatto prodotto

dai derivati, con ipotesi di simulazione perfettamente coerenti con il resto delle stime. Analogamente, anche tutti i dati di consuntivo contengono gli effetti di quanto incassato o speso in conseguenza dell'operatività in derivati, con le diverse regole contabili applicabili nei diversi contesti.

Questo vale sia per i saldi annuali di competenza economica monitorati dalla Commissione Europea e dall'Eurostat, dove fino al settembre scorso i flussi originati dagli *swap* contribuivano alla spesa per interessi mentre ora non più, sia per i dati di cassa relativi al fabbisogno del settore statale e del settore pubblico, dove questo impatto rimane.<sup>16</sup> Poi, naturalmente (e non potrebbe essere diversamente), il bilancio dello Stato imputa i flussi di entrata e spesa negli appositi capitoli di bilancio, come prescritto dalle norme di contabilità di Stato. Infine, anche le poste che hanno un impatto sul debito vengono opportunamente registrate seguendo, a seconda dei diversi contesti, le regole comunitarie e nazionali.

Tuttavia, è vero che finora non è stato ancora prodotto un documento che organicamente ricomprenda tutte queste informazioni. Ora il Tesoro è impegnato a colmare questa lacuna e nei prossimi mesi sarà presentato un Numero Zero di tale rapporto, riferito al 2014, che verrà poi prodotto con regolarità ogni anno, in modo da allinearsi anche sotto questo profilo alle migliori pratiche internazionali.

Sarà dunque possibile avere, in un unico documento, una visione complessiva di quali sono stati gli obiettivi perseguiti, sia con l'attività di emissione che con quella di gestione, e a consuntivo si potrà verificare in che misura gli obiettivi siano stati raggiunti e che cosa ne abbia favorito oppure ostacolato la realizzazione nel corso dell'anno di riferimento.

Per quanto riguarda i derivati, sarà aggiornata l'informazione recentemente già divulgata e verranno forniti ulteriori elementi sull'evoluzione futura del portafoglio in termini di profilo delle scadenze del nozionale delle posizioni in essere. Inoltre saranno esplicitati i criteri di gestione adottati per attuare le indicazioni strategiche e/o raggiungere gli obiettivi prefissati.

### ***E) Strutturazione degli uffici preposti***

Tutti i principali Paesi, compresa l'Italia, gestiscono il proprio debito pubblico organizzando i propri uffici secondo linee guida sostanzialmente uniformi, che prevedono una ripartizione

---

<sup>16</sup> Nei conti di cassa da sempre viene inglobato anche l'effetto di quei derivati, quali la vendita di opzioni, che non sono mai entrati nel deficit SEC in quanto partite finanziarie che non incidono sul conto economico (eccetto l'eventuale riduzione del tasso pagato, nei casi in cui questa fosse alternativa all'incasso del premio).

fondamentale tra funzioni di *front office*, *middle office* e *back office*, integrate da unità responsabili per la documentazione e le questioni legali. Pur nelle inevitabili diversità organizzative e istituzionali in cui l'articolazione degli uffici viene declinata, e spesso nella disponibilità di maggiori risorse da parte di altri Paesi, questa fondamentale ripartizione appare ricorrente tra i Paesi avanzati.

In Italia, le funzioni di *front office* presiedono al costante monitoraggio dei mercati finanziari, al collocamento dei prestiti domestici e internazionali, alla gestione della liquidità, alla gestione del debito attraverso derivati e attraverso operazioni di concambio e riacquisto di titoli, quando possibile anche con ricorso al Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Per svolgere adeguatamente questi delicati compiti, gli uffici si avvalgono della strumentazione e dei *software* normalmente in uso sui mercati finanziari (in primis Bloomberg e Reuters), ma anche di pacchetti finanziari *ad hoc*, al fine di prezzare correttamente titoli e strumenti derivati.

Le funzioni di *middle office* possono distinguersi in due filoni di attività. Il primo di questi presidia il monitoraggio del rischio di controparte del portafoglio derivati, aggiornando costantemente le metriche rilevanti (*mark to market* in primis). Anche in questo caso ci si avvale di strumenti informatici in uso presso il sistema bancario, opportunamente integrati e personalizzati con pacchetti informatici ad hoc, che consentono un presidio regolare delle singole posizioni, normalmente tarato per una frequenza settimanale di aggiornamento. Tuttavia, in periodi di particolare tensione o per esigenze specifiche è possibile passare (ed in qualche occasione in passato si è fatto) ad una frequenza giornaliera. Nel prossimo futuro, quando il sistema di collateralizzazione bilaterale diventerà operante, lo stesso ufficio che attualmente svolge questo compito curerà il monitoraggio anche dei relativi depositi di garanzia. E' bene sottolineare che, per questa funzione in particolare, esiste una separazione netta tra l'ufficio incaricato e quelli di *front* e *back office*.

Vi è poi un'altra funzione tipicamente di *middle office*, più generale e condivisa tra più uffici, che provvede prima di tutto al monitoraggio del portafoglio di debito, prima e dopo derivati, e alla produzione di indicatori quantitativi (tra cui durata finanziaria, vita media e *mark to market*). Inoltre, in diversi momenti dell'anno, coincidenti con la predisposizione dei principali documenti di programmazione economica e delle Linee Guida della gestione del debito viene analizzato e successivamente monitorato il *trade-off* rischio/costo del portafoglio del debito, mettendo a confronto diverse strategie di emissione attraverso la simulazione sia deterministica sia stocastica di molteplici scenari di tassi d'interesse. Le simulazioni vengono svolte in un ambiente di calcolo che riproduce le caratteristiche degli strumenti di debito offerti dal Tesoro e le modalità di emissione,

con la presenza di una serie di vincoli che vanno dal rifinanziamento del servizio del debito (spesa per interessi e rimborso del capitale) alla capacità di assorbimento dei mercati monetario e dei capitali; dalle prassi in vigore per l'emissione di alcuni strumenti al limite minimo di giacenze liquide mensile che la gestione del debito deve comunque garantire. Per questa attività, sia relativamente alla generazione degli scenari di tassi di interesse che al calcolo del *trade-off* costo/rischio ci si avvale di un modello molto sofisticato, costruito negli anni in collaborazione con l'Istituto Applicazioni del Calcolo "Mauro Picone" del CNR e continuamente arricchito e perfezionato.<sup>17</sup>

I risultati di tali simulazioni danno così delle indicazioni sulla strategia preferibile con cui calibrare le emissioni future, ove le condizioni di mercato (con cui, all'atto pratico, bisogna comunque sempre confrontarsi) lo consentano. Attraverso gli scenari dei tassi di interesse elaborati dal modello di cui sopra, vengono quindi svolte analoghe elaborazioni, con qualche differenza di impostazione, sul portafoglio derivati, elaborazioni basate su modelli mutuati dalla prassi del sistema bancario ed opportunamente adattati alle esigenze di un gestore sovrano. E' oggi in via di completamento la piena integrazione dei due sistemi (quello per le emissioni e quello per i derivati) e in un prossimo futuro sarà possibile elaborare simulazioni che tengano congiuntamente conto del portafoglio dello Stato sia di debito sia di derivati, senza dover operare, com'è avvenuto finora, una combinazione ex post delle rispettive simulazioni.

Le funzioni di *back office* sovrintendono dove richiesto alla conferma con le controparti delle operazioni concluse dal *front office*, all'emanazione dei decreti - di emissione dei titoli, di accertamento di altre operazioni (ad esempio quelle di concambio o di riacquisto, oppure di gestione della liquidità), di approvazione delle operazioni in derivati - e al regolamento delle operazioni.

Più generalmente, nel *back office* possono ricomprendersi anche le funzioni legali e amministrative connesse alla stipula dei programmi di emissione sui mercati internazionali, alla redazione dei prospetti per le emissioni dei titoli non collocati tramite asta, alla documentazione legale dei derivati, ad ogni altro adempimento legale e all'adeguamento normativo.

---

<sup>17</sup> Evidenza di questo continuo lavoro di evoluzione e perfezionamento si ha in numerosi *paper* pubblicati negli anni tra cui Bernaschi e altri (2004), "*Optimal Strategies for the Issuance of Public Debt Securities*", *International Journal of Theoretical Applied Finance*, 07 (805); Bernaschi e altri (2007) "*Scenario-Generation Methods for an Optimal Public Debt Strategy*", *Quantitative Finance*, 7,2; Bernaschi e altri (2009) "*Should Governments Minimize Debt Service Cost And Risk? A Closer Look At The Debt Strategy Simulation Approach*", WP 53, Dipartimento di Scienze Economiche, Aziendali e Statistiche, Università degli studi di Milano.

## **Sviluppi futuri concernenti l'attività in derivati del Tesoro**

Come si è potuto evincere da quanto illustrato in questa audizione e in altre precedenti, un ricorso massiccio ai derivati per gestire il rischio di tasso potrebbe apparire oggi una grande opportunità - forse irripetibile - per fissare a lungo termine i tassi ai livelli bassissimi attuali, frutto di una combinazione pressoché unica di condizioni esterne favorevoli. Tuttavia l'attuazione di una strategia di questo genere risulta oggi difficilmente praticabile, perché è diventato particolarmente complesso trovare controparti bancarie disposte ad assumersi esposizioni rilevanti su posizioni di lungo termine che sono fortemente scoraggiate dalla nuova regolamentazione prudenziale sul sistema bancario.

Inoltre, gli investitori istituzionali (fondi d'investimento, assicurazioni, fondi pensioni, ecc.) sono oggi spinti ad allungare l'orizzonte temporale dei loro investimenti per trovare rendimenti sufficienti a soddisfare gli impegni assunti con la propria clientela, per cui si è determinato un contesto più favorevole a mitigare il rischio di tasso direttamente sul fronte delle emissioni, offrendo una maggior quantità di titoli a lungo termine. Ed è ciò che è stato fatto nei primi mesi di quest'anno, con il lancio e la riproposizione di BTP a 15 e 30 anni e con l'allungamento delle durate tipiche di altri strumenti.

Queste condizioni rendono dunque meno conveniente ricorrere al mercato dei derivati. Pertanto, nel futuro l'attività del Tesoro si limiterà alla copertura di nuovi titoli in valuta e, per quanto riguarda i derivati di tasso, a una gestione del portafoglio esistente, necessariamente delimitata per le ragioni dette. Peraltro, tale politica è in continuità con quanto ha caratterizzato l'attività recente, come spiegato dalla dr.ssa Cannata nelle sue audizioni, dato che già da diversi anni si opera in questo senso.

Continuerà, infine, l'affinamento dei presidi informatici e di modellistica in dotazione e si cercherà di rafforzare la Direzione del debito pubblico anche in termini di risorse umane. Quelle esistenti sono in gran parte di alto e altissimo livello, ma è innegabile che l'attività è così delicata e sensibile, per di più in un contesto normativo, regolamentare e finanziario sempre più complesso, che un potenziamento risulta non solo auspicabile, ma necessario.