



## ***Nuovi strumenti del Tesoro per il risparmio previdenziale***

***Maria Cannata***

**Direttore Generale del Debito Pubblico**

**Dipartimento del Tesoro**

**Ministero dell'Economia e delle Finanze**

**MEFOP – Seminario tecnico**

**LE INNOVAZIONI NELLE GESTIONI OBBLIGAZIONARIE  
DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI**

**Roma, 13 Luglio 2005**

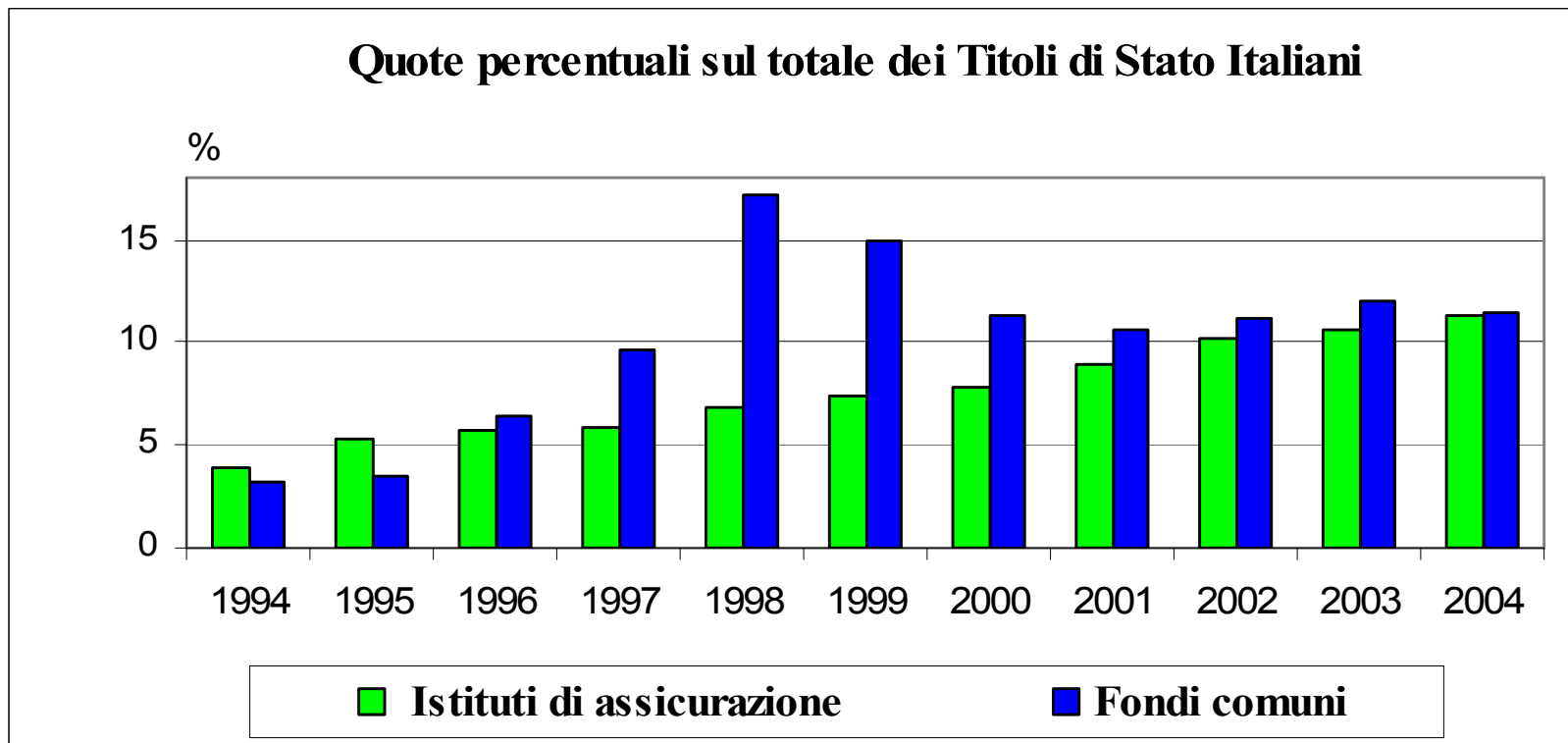
# Schema della Presentazione

- ✓ Il ruolo del debito pubblico italiano nei portafogli degli investitori istituzionali italiani
- ✓ Le strategie del Tesoro circa gli strumenti del debito più rispondenti alle esigenze del risparmio previdenziale
  - ✓ Gli strumenti
    - ✓ i titoli nominali a lunga scadenza
    - ✓ i titoli indicizzati all'inflazione
    - ✓ gli strumenti strutturati (CMS)
  - ✓ Le innovazioni allo studio
    - ✓ gli strips sui titoli indicizzati all'inflazione

## La presenza del debito pubblico italiano nei portafogli degli investitori istituzionali

Nell'ultimo decennio, la quota dei Titoli di Stato detenuta dagli intermediari finanziari è risultata pressoché stabile intorno al 35 - 40%.

**Crescente è invece, nello stesso periodo, la quota detenuta dagli istituti di assicurazione e fondi comuni**



Fonte: Elaborazioni MEF - Direzione Debito Pubblico - su dati Banca d'Italia - Appendice alla Relazione Annuale

# Politica di gestione del debito pubblico e risparmio previdenziale

Diversi sono attualmente gli strumenti emessi dal Tesoro Italiano che possono essere considerati *asset naturali* per il portafoglio di un'istituzione previdenziale.

In particolare:

- ✓ Titoli nominali a lungo termine (scadenze superiori a 10 anni)
- ✓ Titoli indicizzati all'inflazione (BTP€i) a medio/lungo termine
- ✓ Strumenti dedicati nell'ambito del programma E-MTN
- ✓ Coupon stripping di BTP a medio/lungo termine nominali e indicizzati

## **Titoli nominali a lunga scadenza (I)**

**Il Tesoro Italiano è considerato come l'emittente di riferimento per il settore a lungo termine della curva europea, grazie alla regolare presenza sul mercato sia con la scadenza a 15 che a 30 anni:**

✓ La scadenza a **30 anni** è stata introdotta nel **1993**. Da allora ad oggi è stata garantita liquidità al settore attraverso emissioni regolari di **7** titoli benchmark (per un ammontare complessivo di quasi 134 miliardi di euro)

✓ La scadenza a **15 anni** è stata introdotta nel **2002**. Da allora ad oggi è stata garantita liquidità al settore attraverso l'emissione di **3** titoli benchmark (per un ammontare complessivo di oltre 52 miliardi di euro)

## Titoli nominali a lunga scadenza (II)

**Il programma di emissione sul settore a lunga scadenza è attualmente caratterizzato alla combinazione di sindacazioni e aste quale strategia per un efficiente collocamento**

- ✓ Dal 2002 l'emissione dei nuovi benchmark a lunga scadenza è effettuata mediante **collocamento sindacato**. Ciò consente di garantire immediatamente ai titoli un elevato livello di liquidità e di ottenere un'efficiente allocazione presso gli investitori
- ✓ L'outstanding finale di ciascun benchmark viene raggiunto mediante **aste**
  - ✓ contrariamente ad altri emittenti l'approccio non è "opportunistico".
- ✓ Al fine di favorire la buona performance dei titoli, l'offerta sul comparto è effettuata tenendo conto della domanda complessiva sulle due scadenze:
  - ✓ esse pertanto non vengono emesse contemporaneamente nelle aste di metà mese
  - ✓ In questo modo gli importi offerti sulle due linee possono essere relativamente più elevati

## L'introduzione del programma di emissione dei titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (BTP€i)

In aggiunta a motivi di ordine finanziario, l'introduzione dei BTP€i è da ricondursi anche a motivi di politica economica di tipo “welfare improving”:

- ✓ Esistenza di domanda insoddisfatta da parte di settori “naturali” *inflation receiver*, che hanno cioè esigenza di preservare nel tempo il valore reale degli investimenti finanziari ovvero che devono effettuare *liability matching* (fondi pensione, assicurazioni)
- ✓ Il Tesoro, avendo un bilancio con entrate parzialmente correlate all'inflazione, è il “naturale” *inflation payer* e pertanto in grado di rispondere all'esigenza di strumenti indicizzati all'inflazione espressa dal mercato
- ✓ La riforma in atto dei sistemi pensionistici pubblici in Europa lascia prefigurare un ruolo strutturalmente più ampio per i fondi pensione e per gli strumenti che queste istituzioni privilegiano nei loro portafogli, come i titoli indicizzati all'inflazione
- ✓ Il Tesoro Italiano ha inteso pertanto soddisfare una domanda in essere ed una potenziale futura legata allo sviluppo del risparmio previdenziale

## **Il completamento della curva reale: dal BTP€i a 5 anni al BTP€i a 30 anni**

Nell'arco di un anno il Tesoro ha completato la sua presenza su tutte le principali scadenze (5, 10 e 30 anni).

✓ *Settembre 2003*: introduzione del programma di titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (ex-tabacco) con l'emissione sulla scadenza a 5 anni.

✓ L'interesse da parte del mercato si rivela molto ampio. Il Tesoro è in grado di riaprire il titolo dopo appena un mese

✓ *Febbraio 2004*: emissione del benchmark a 10 anni, settore di curva in cui si incontrano più tipi di domanda.

✓ Il banco di prova per testare la “domanda istituzionale” sulle scadenze a medio e lungo termine.

✓ *Ottobre 2004*: emissione sulla scadenza a 30 anni.

✓ La presenza del risparmio istituzionale risulta molto significativa

Una volta conseguiti questi risultati, il Tesoro Italiano mantiene il proprio impegno a dare liquidità alla curva europea dei tassi reali.



## **La strategia del Tesoro: l'impegno alla liquidità del comparto.**

**BTP€i 5 anni - 1.65% 15 Settembre 2008      Outstanding Totale: 13.4 miliardi €**

**Prima Emissione - Settembre 2003.** Collocati 7 mld € su una domanda di 11 mld €

**Riaperture:** Ottobre '03 - Sindacato; Aprile '04 - Sindacato

**BTP€i 5 anni - 0.95% 15 Settembre 2010      Outstanding Totale: 9.3 miliardi €**

**Prima Emissione - Gennaio 2005.** Collocati 5 mld € su una domanda di 9 mld €.

**Riaperture:** Aprile '05 - Asta; Giugno '05 - Asta

**BTP€i 10 anni - 2.15% 15 Settembre 2014      Outstanding Totale: 14.5 miliardi €**

**Prima emissione - Febbraio 2004.** Collocati 5 mld € su una domanda di 11.5 mld €

**Riaperture:** Aprile '04 - Sindacato; Aste: Settembre '04; Febbraio '05; Maggio '05

**BTP€i 30 anni - 2.35% 15 Settembre 2035      Outstanding Totale: 6.35 miliardi €**

**Prima emissione- Ottobre 2004.** Collocati 4 mld € su una domanda di 7.6 mld €

**Riaperture:** Febbraio '05 - Sindacato; Giugno '05 - Asta

## **La domanda dei Fondi Pensione e Assicurazioni per i titoli a lungo termine ed i linkers**

**La presenza di Assicurazioni e Fondi Pensione nei collocamenti sindacati sugli strumenti nominali a lungo termine e indicizzati all'inflazione risulta ancora poco stabile**

*L'esperienza italiana dal 2002 in poi*

BTP 30 anni (Agosto 2034): I tranche **10%**; II tranche **38%**

BTP 15 anni (Febbraio 2019 e Febbraio 2020): **15%**

BTP€i 10 anni (Settembre 2014): I tranche **7%**; II tranche **25%**

BTP€i 30 anni (Settembre 2035): I tranche **24%** ; II tranche: **0%**

*L'esperienza internazionale nel 2005*

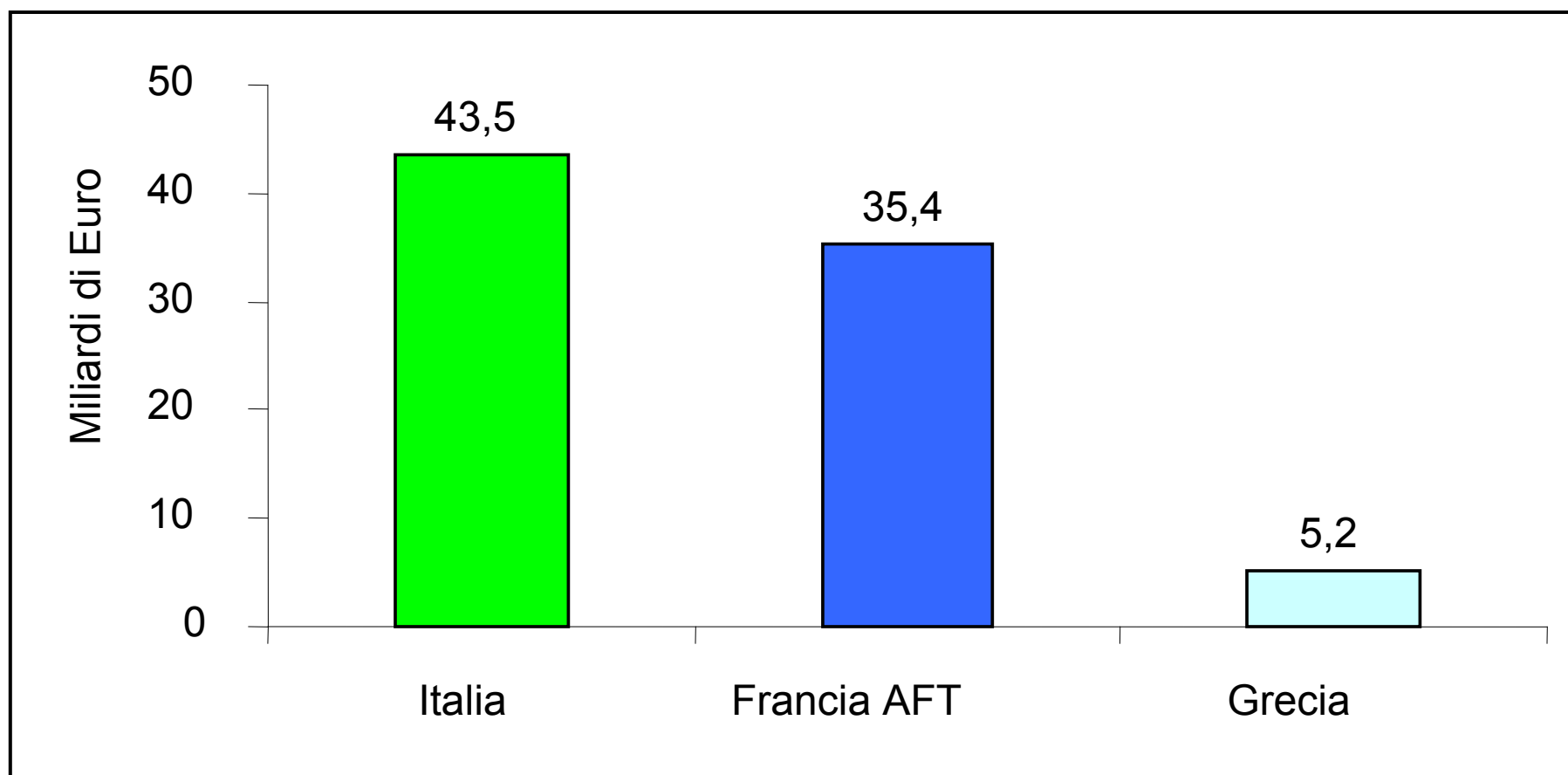
In tutti le operazioni di collocamento sulla parte a lungo termine (30/50 anni) effettuate dall'inizio del 2005 dagli emittenti sovrani in Europa (Spagna, Grecia, Francia, Olanda, BEI) la percentuale assegnata ad Assicurazioni e Fondi Pensione è stata inferiore alle attese.

*Possibili spiegazioni:*

- Non accurata/appropriata classificazione degli investitori in fase di inserimento degli ordini di acquisto e nella reportistica dei collocamenti
- Fase di mercato con tassi assoluti molto bassi e alta volatilità, che favorisce la presenza Hedge Fund a danno dei Real Money
- Altre?

## **La leadership del Tesoro Italiano come emittente di titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'Euro (dati a Luglio 2005)**

L'Italia rappresenta oltre il 50% del mercato dei titoli indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro offerti da emittenti sovrani

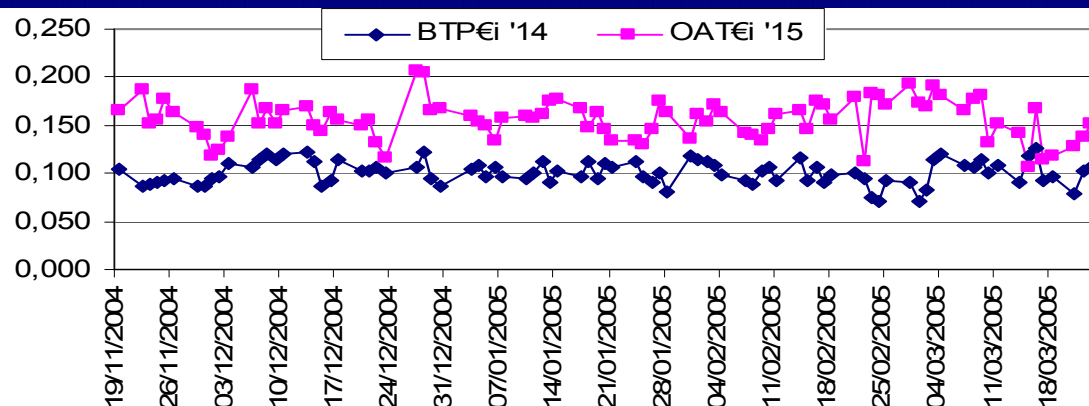


## Un aspetto fondamentale dei BTP€i: la liquidità

Nel periodo Marzo 04-05 gli spread denaro/lettera dei BTP€i sono risultati sempre inferiori a quelli dei corrispondenti titoli francesi

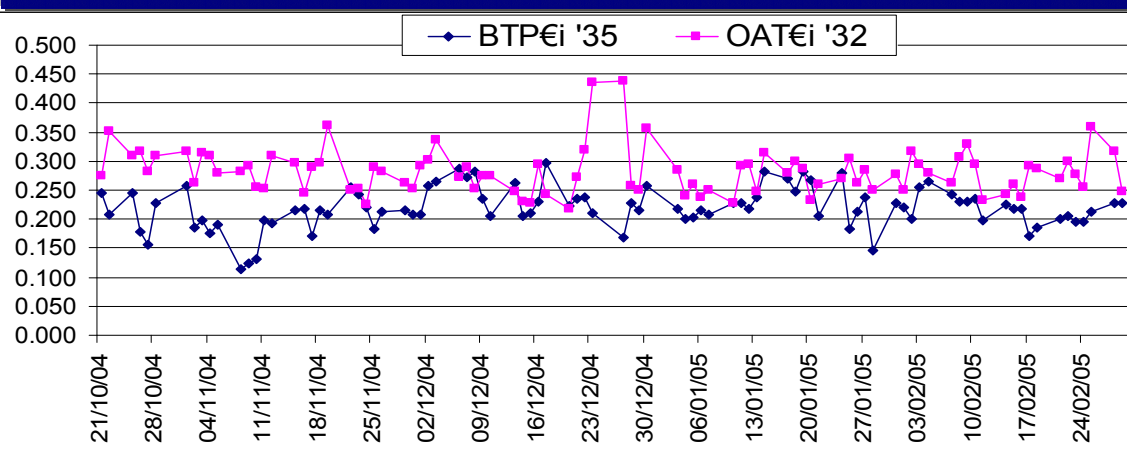
	<i>OAT€i '15</i>	<i>BTP€i '14</i>	<i>Diff.</i>
<i>Avg Bid-Ask spread</i>	<b>0.16</b>	<b>0.10</b>	<b>0.06</b>

**Bid-ask spread of the Btp€i'14 vs the Oat€i '15**



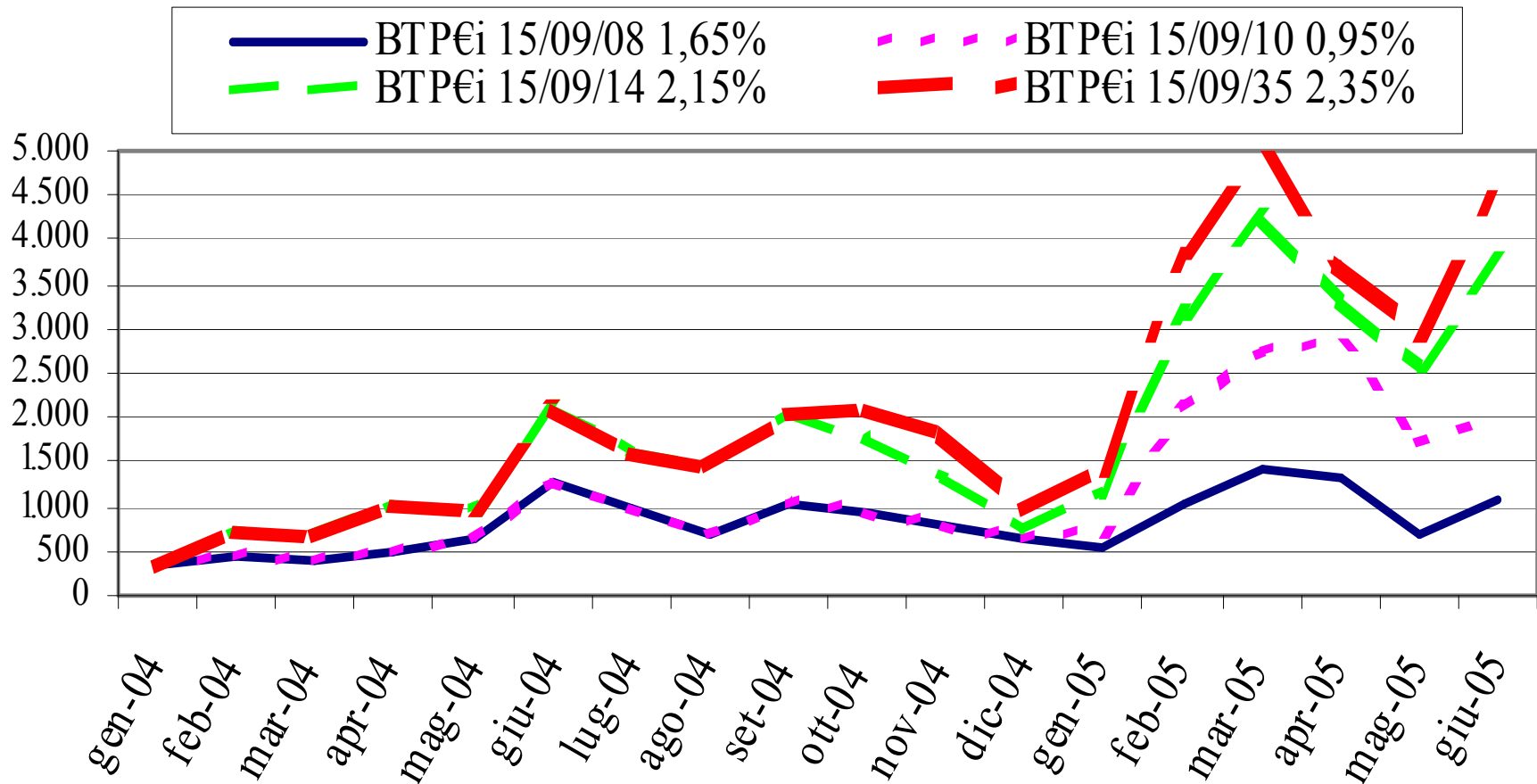
	<i>OAT€i '32</i>	<i>BTP€i '35</i>	<i>Diff.</i>
<i>Avg Bid-Ask spread</i>	<b>0.28</b>	<b>0.22</b>	<b>0.06</b>

**Bid-ask spread of the Btp€i'35 vs the Oat€i '32**



# Il mercato secondario dei BTP€i

Volumi scambiati sul mercato regolamentato (dati mensili in milioni di euro)



Fonte: Elaborazioni MEF – Direzione Debito Pubblico - su dati MTS Italia

# Un rinnovato impulso alle emissioni CMS del Tesoro

Nel corso degli ultimi mesi il Tesoro ha preso atto della forte domanda per prodotti indicizzati ai tassi CMS da parte di investitori istituzionali, molti dei quali a carattere previdenziale.

L'attuale corso dei tassi di interesse e la forma piatta della curva dei rendimenti rendono meno attraenti i prodotti a tasso fisso

- ✓ di conseguenza, gli investitori europei si stanno focalizzando su titoli indicizzati a tassi CMS che permettono *yield enhancement* sulla parte lunga della curva senza incorrere nei rischi legati alla *duration* dei titoli a tasso fisso a medio-lungo termine
- ✓ attualmente il tasso CMS a 10 anni è particolarmente attraente per istituzioni in possesso di passività a lungo termine (quali, ad esempio, le società assicurative ed i fondi pensione) ed investitori *retail* interessati ad un ritorno addizionale per il loro portafoglio

Il Tesoro, a partire dagli inizi del 2005, ha risposto a questo forte interesse con una serie di piazzamenti privati (strutturati in base alle specifiche esigenze degli investitori) ed un deal pubblico da 2 miliardi di Euro, prevalentemente realizzati nell'ambito del programma E-MTN

# Le emissioni CMS del Tesoro nel 2005

## Attività dall'inizio del 2005 ad oggi

Tipo	Valuta	Scadenza	Ammontare	Cedola
Private Plac.	EUR	31/5/35	300,000,000	Anni 1-2: 12m EURIBOR + 0.10% Anni 3-30: 10YCMS (Cap 7%)
Private Plac.	EUR	2/6/29	720,000,000	Strutturata secondo richiesta dell'investitore
Private Plac.	EUR	2/6/30	395,000,000	Strutturata secondo richiesta dell'investitore
Private Plac.	EUR	8/6/20	200,000,000	85%*10YCMS (Cap 7.45%)
Public EMTN	EUR	15/6/20	2,000,000,000	85%*10YCMS (Floor 2%, Cap 7%)
Private Plac.	EUR	28/6/21	300,000,000	85.5%*10YCMS (Floor 2%, Cap 7%)

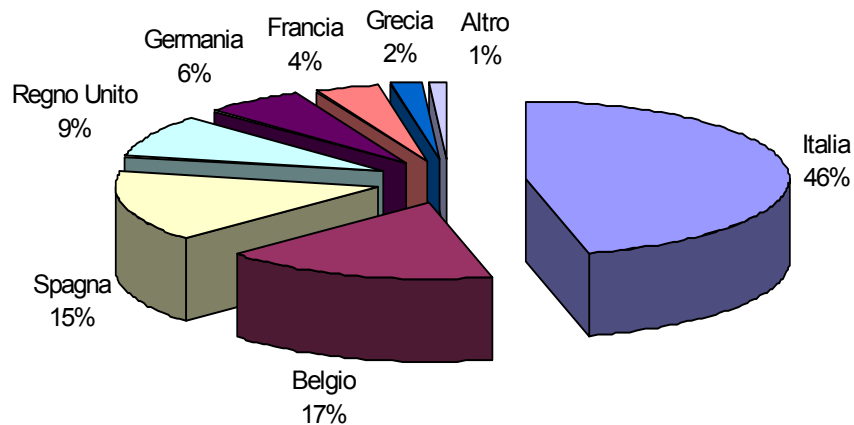
# L'Emissione CMS Pubblica – Risultati

## Emissione indicizzata al CMS a 10 anni (2 mld €, scadenza 15 anni)

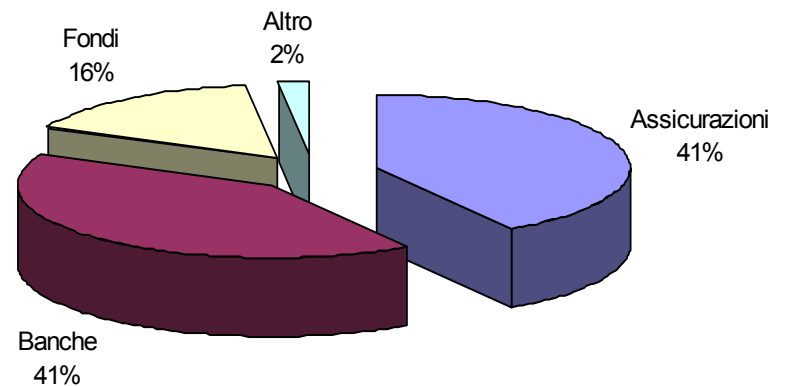
Un' emissione innovativa ben recepita dal mercato che rappresenta:

- ✓ il piu' grande *trade* strutturato di sempre nel mercato Euro
- ✓ la prima emissione CMS benchmark nel comparto sovereign, supranational, agency

Distribuzione per Area Geografica



Distribuzione per Tipologia di Investitore





# Risparmio previdenziale e coupon stripping sui BTP ed i BTP€i (I)

Tradizionalmente gli strumenti di debito strippati sono oggetto di interesse per i portafogli di diversi tipi di investitori istituzionali

- ✓ In Italia soprattutto le compagnie di assicurazione (settore vita) utilizzano questo strumento per esigenze di *liability matching*
- ✓ Le scadenze su cui si è concentrato l'interesse cadono nell'intervallo 10-25 anni, dato che gran parte dello stock di titoli strippati è concentrato sui BTP 30 anni *off-the run*

Il settore tuttavia vive una fase di forte rallentamento dell'attività. Dopo un avvio molto positivo, negli ultimi anni l'attività è diminuita.

- ✓ Nel 2004 il volume di stripping è stato pari a circa 5 mld €
- ✓ L'ammontare di BTP strippati è pari circa a 20,4 mld di Euro, ossia circa il 6,3% dell'ammontare dei titoli strippabili

# Risparmio previdenziale e coupon stripping sui BTP ed i BTP€i (II)

Le cause di questo rallentamento dell'attività vanno ricondotte:

- ✓ alla fase di mercato, caratterizzata da tassi (e quindi cedole) molto bassi
- ✓ all'assetto organizzativo del mercato
  - ✓ Assenza di quotazioni ufficiali
  - ✓ Onerosità del *market making* per questi strumenti
- ✓ a problematiche fiscali concernenti il trattamento degli investitori retail residenti
  - ✓ Oggi di fatto le negoziazioni di titoli strippati per la clientela *retail* sono praticamente inesistenti anche a causa della scarsa chiarezza sul trattamento fiscale

# Risparmio previdenziale e coupon stripping sui BTP ed i BTP€i (III)

Per questo il Tesoro sta valutando quali misure adottare per rivitalizzare il settore:

- ✓ Misure da introdurre nell'ambito della revisione dei decreti che regolano l'operatività in questi strumenti
  - ✓ Introduzione della regolamentazione del coupon stripping per i BTP€i. Sono attualmente allo studio due modelli:
    - ✓ Modello tradizionale con separazione di cedole e mantello
    - ✓ Modello a tre componenti: cedole, mantello nominale e inflation-uplift
  - ✓ Chiarimento del trattamento fiscale dei risparmiatori residenti nettisti
    - ✓ In collaborazione con l'Agenzia delle entrate
- ✓ Misure organizzative del mercato
  - ✓ Quotazioni ufficiali delle componenti strippate
  - ✓ Sistema di *market making* limitato ad un numero ristretto di operatori specializzati