

*2016*

---

Linee guida  
della gestione del debito pubblico

---



# Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico Anno 2016

## **Sommario**

PREMESSA .....	3
IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI E DI GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2016.....	4
Considerazioni introduttive .....	4
IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	8
1. Il Calendario Annuale, la periodicità delle aste e i programmi trimestrali di emissione.....	8
2. I titoli nominali a tasso fisso e variabile .....	11
a) I BOT e la gestione della liquidità.....	11
b) I CTZ 24 mesi.....	13
c) I CCTeu/ CCT .....	14
d) I BTP nominali a 3 e 5 anni .....	14
e) I BTP nominali a 7 anni e 10 anni .....	15
f) I BTP nominali a lungo termine (15 e 30 anni) .....	16
3. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i).....	17
IL BTP ITALIA.....	19
LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO .....	19
EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	20

## PREMESSA

Anche per il 2016, ed in piena coerenza con una prassi ormai consolidata, il Dipartimento del Tesoro pubblica le Linee Guida per la gestione del debito pubblico, uno strumento concepito per informare l'ampia gamma di investitori e partecipanti al mercato del debito pubblico - rappresentato dai titoli di Stato - circa la strategia di emissione e gestione che verrà perseguita nel prossimo anno solare. Il documento si focalizza sulle scelte che verranno effettuate in relazione a tutti i segmenti di mercato dove il Tesoro è presente con i suoi strumenti, cercando di illustrarne le ragioni e gli obiettivi. Naturalmente tale programmazione dovrà tenere conto delle oggettive condizioni che si presenteranno sui mercati nei prossimi 12 mesi, che inevitabilmente condizioneranno i risultati che saranno effettivamente raggiunti. Il documento è anche finalizzato a sintetizzare le innovazioni che potranno essere apportate alla politica di gestione rispetto al passato.

In considerazione dell'introduzione del *Rapporto sul Debito Pubblico*, di cui a fine novembre dell'anno in corso è stato pubblicato il primo numero relativo all'anno 2014, le Linee Guida del 2016, a differenza degli anni passati, saranno esclusivamente incentrate sull'anno che ci attende, dal momento che il complesso delle analisi e delle valutazioni sulla gestione del debito e sull'andamento dei mercati per l'anno che sta per chiudersi sarà demandato al Rapporto Annuale per l'anno 2015, in uscita entro la prossima primavera.

# IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI E DI GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2016

## Considerazioni introduttive

Il 2016 si annuncia come un anno caratterizzato da alcuni importanti elementi di discontinuità rispetto all'anno che sta per chiudersi.

In primo luogo, dal punto di vista del Tesoro le esigenze di finanziamento saranno inferiori.

Nel 2016 arrivano infatti a scadenza titoli di Stato a medio-lungo termine (escludendo quindi i BOT) per 184,5 miliardi di euro, di cui poco oltre 8 miliardi di euro del programma estero e oltre 176 miliardi del programma domestico. Si tratta di cifre inferiori di circa 18 miliardi rispetto al 2015, che ha presentato scadenze di titoli a medio lungo termine oltre i 203 miliardi di euro. Inoltre, ad oggi le scadenze BOT del 2016 ammontano a circa 115 miliardi di euro, un importo anche in questo caso inferiore a quello calcolato negli stessi giorni un anno fa per il 2015, pari a circa 125,5 miliardi di euro. Ove le emissioni di BOT con regolamento e scadenza all'interno del prossimo anno fossero non superiori a quelle del 2015, in coerenza con la strategia di riduzione della presenza sul comparto che verrà illustrata di seguito, il totale complessivo da rifinanziare – BOT inclusi – potrebbe risultare inferiore per circa 30 miliardi di euro a quello dell'anno precedente.

Ad alleggerire le necessità di finanziamento dovrebbe anche contribuire la riduzione del fabbisogno di cassa del Settore Statale, che la Nota di Aggiornamento al DEF di settembre dell'anno in corso stima al 2,4% del PIL, in significativa flessione rispetto al 4% del 2015.

Inoltre, considerata la consueta ampia disponibilità di cassa con cui dovrebbe chiudersi l'anno in corso, l'esigenza di aumentare le emissioni nel 2016 oltre le scadenze ed il fabbisogno, al fine di fronteggiare al meglio il più elevato volume di rimborsi del 2017, appare alquanto limitata.

In secondo luogo, il 2016 dovrebbe essere il primo anno di riduzione del rapporto debito/PIL dopo 7 anni di crescita ininterrotta. Questo aspetto, contribuendo a migliorare la percezione del rischio di credito del Paese, dovrebbe favorire il collocamento del debito a condizioni migliori, sia per quanto riguarda il costo relativo rispetto ad altri paesi europei, sia in termini di qualità degli investitori.

Infine, dal punto di vista dei mercati finanziari internazionali, il 2016 sarà un anno piuttosto peculiare per via del diverso ciclo di politica monetaria che l'area dell'euro e gli USA si troveranno ad affrontare: da un lato una fase particolarmente espansiva, coadiuvata da misure non convenzionali della BCE – quali l'acquisto sul mercato secondario di titoli pubblici e privati, che proseguirà anche oltre il 2016 – e dall'altro l'effetto del ciclo di rialzi dei tassi di riferimento da parte della *Federal Reserve*. Quest'ultima, infatti, dopo molti anni di politica accomodante adottata all'indomani dell'esplosione della crisi finanziaria internazionale del 2007-2008, ha deliberato pochi giorni fa un primo rialzo dei tassi, a cui se ne aggiungeranno altri nel corso del 2016, sulla base dell'andamento del ciclo economico e dell'inflazione. Se per i paesi dell'euro, Italia inclusa, questo contesto comporterà l'opportunità di tassi di interesse sui titoli governativi particolarmente bassi, soprattutto sulle scadenze a breve termine, al contempo l'asincronia nei cicli di politica monetaria tra le due sponde dell'Atlantico renderà meno prevedibile l'andamento dei tassi sulle scadenze medio-lunghe, sebbene la presenza della BCE in acquisto su tutti i comparti fino a 30 anni prefiguri, secondo un'opinione condivisa dalla totalità degli analisti di mercato, un anno caratterizzato da tassi ancora storicamente molto bassi sull'intera curva dei rendimenti.

Nella composizione delle scelte di emissione, pur garantendo regolarità, trasparenza e prevedibilità in piena coerenza con un approccio ampiamente consolidato, il Tesoro mirerà a cogliere le opportunità offerte dalle condizioni sopra richiamate per privilegiare le scadenze a medio lungo termine e ridurre quelle a breve termine. L'obiettivo è infatti quello di continuare a ridurre il rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento, in un contesto di mercato che dovrebbe consentire di ottenere questi risultati ad un costo contenuto e sicuramente vantaggioso in un'ottica di medio-lungo periodo. In questo senso, si punterà a conseguire un ulteriore aumento della vita media dello stock di titoli di Stato, dopo quello acquisito per il 2015 che ha visto tale variabile salire da 6,38 a 6,52 anni. Tuttavia, proprio il minor volume di scadenze renderà l'obiettivo di allungamento della vita media particolarmente ambizioso e difficile da raggiungere nel 2016.

Nello specifico, verranno pertanto ridotti, compatibilmente con le esigenze di mercato, i volumi dei BOT complessivamente offerti su tutte le scadenze, proseguendo secondo una strategia già posta in essere negli anni più recenti.

Le emissioni dei CTZ saranno significativamente ridimensionate, sia rispetto al volume delle emissioni del 2015 che a quello delle scadenze, passando a collocamenti via asta non più mensili ma a mesi alternati.

Sebbene in misura meno marcata, e continuando comunque a garantire aste mensili regolari, anche il ricorso ai BTP a 3 e 5 anni verrà ridotto, allo scopo di abbassare il loro peso sul totale delle

emissioni annue. Al contrario, invece, il Tesoro continuerà ad essere presente con volumi in linea con il 2015 sulle scadenze a 7 e 10 anni, sempre tenendo conto, in ogni caso, dell'evoluzione della domanda nel corso dell'anno. Sulle scadenze nominali lunghe l'obiettivo è quello di conseguire volumi in offerta coerenti con gli obiettivi del sopra menzionati, previa attenta analisi della profondità e della qualità della domanda finale. In questo contesto potranno essere offerti nuovi titoli così come ci si potrà avvalere anche di titoli *off-the-run* particolarmente richiesti dal mercato. Su scadenze a medio lungo termine sarà anche possibile il ricorso a piazzamenti privati da effettuarsi mediante il programma MTN.

Sui CCTeu il Tesoro continuerà a privilegiare la scadenza settennale per i nuovi titoli, secondo una strategia che terrà conto del ridotto volume in scadenza e dell'ampia normalizzazione dell'attività di quotazione e scambio sul mercato secondario osservata nel 2015, anno in cui sono state superate le criticità prodottesi negli anni della crisi del debito sovrano.

Anche sui titoli indicizzati all'inflazione europea, in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e in linea con la strategia perseguita sul settore nel 2015, le scadenze a medio-lungo periodo, ove il mercato lo consenta, avranno un peso relativamente maggiore, pur tenendo conto dell'esigenza di introdurre un nuovo titolo a 5 anni, considerato che l'ultimo quinquennale fu lanciato nel 2013.

Infine, per quanto riguarda il BTP Italia, in considerazione delle ingenti scadenze, il titolo verrà riproposto attraverso due collocamenti nell'anno, soprattutto per offrire ai risparmiatori *retail* la possibilità di reinvestire la liquidità riveniente dai titoli in scadenza. La scadenza di queste emissioni sarà determinata in base alle condizioni della domanda.

Nel 2016 le operazioni di concambio e di riacquisto rivestiranno un ruolo rilevante nella strategia del Tesoro. Con i concambi si continuerà a gestire il profilo delle scadenze, al fine di ridurre ulteriormente il rischio di rifinanziamento; in linea con gli scorsi anni le operazioni mireranno principalmente a ridurre i volumi in scadenza nel 2017. Anche i riacquisti contribuiranno a questo scopo, ma il loro utilizzo, che potrà riguardare tutte le varie tipologie di titoli di Stato in circolazione, potrà realizzarsi anche direttamente sul mercato secondario regolamentato, come per le operazioni di concambio. I riacquisti saranno anche mirati ad agevolare il processo di riduzione dello stock di debito in circolazione, mediante le risorse provenienti dalle operazioni di privatizzazione e in linea con gli impegni previsti nei documenti programmatici del MEF.

Con riferimento all'uso dei derivati, nel 2016, in continuità con quanto realizzato negli anni più recenti, si potrà intervenire – peraltro in misura marginale - con una gestione attiva del portafoglio in essere solo qualora si individuino soluzioni utili a migliorarne la performance, alla luce delle

correnti condizioni di mercato. L'eventualità di nuove transazioni sarà collegata esclusivamente ad operazioni di copertura del tasso di cambio di emissioni in valuta non domestica, via *cross currency swap*, in un contesto regolato da un sistema bilaterale di garanzie.

Con l'introduzione del *Rapporto sul Debito Pubblico*, il Tesoro ha arricchito da quest'anno le informazioni comunicate al pubblico, al fine di favorire ulteriormente il processo di trasparenza sulle scelte di gestione del debito pubblico nazionale. Nel Rapporto Annuale saranno illustrati nel dettaglio, tra l'altro, sia gli obiettivi che i risultati conseguiti nella gestione del debito dell'anno considerato.

# IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA

## 1. Il Calendario Annuale, la periodicità delle aste e i programmi trimestrali di emissione

Le comunicazioni relative alle aste dei titoli di Stato per l'anno 2016 sono indicate, come di consueto, all'interno del Calendario Annuale, pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico ([www.debitopubblico.it](http://www.debitopubblico.it)), nel quale sono riportate, oltre alle date d'asta, anche le date di annuncio e di regolamento delle diverse tipologie di titoli in offerta.

Per il prossimo anno non ci sono modifiche rispetto al passato circa la tempistica con la quale verranno comunicate le aste al mercato. Pertanto, tre giorni prima dell'asta vi sarà un unico comunicato in cui si annunceranno sia i titoli in offerta che i relativi quantitativi.

La tabella 1, di seguito riportata, riassume le date di annuncio e di regolamento delle aste per ciascuna tipologia di titolo:

**Tabella 1: Calendario annuncio asta e data di regolamento**

Tipologia di titolo	Data annuncio 2016	Asta	Data Regolamento asta
BOT	T-3	T	T+2
CTZ	T-3	T	T+2
BTP€i	T-3	T	T+2
BTP/ CCTeu	T-3	T	T+2

La sequenza della tipologia di titoli offerti in ogni ciclo d'asta non prevede revisioni né per gli appuntamenti di metà mese né per quelli di fine mese, se si fa eccezione per i CTZ, di cui si dirà in seguito.



Per quanto riguarda il comparto BOT, quelli a 12 mesi e a 6 mesi saranno collocati rispettivamente nelle aste di metà e di fine mese. I BOT a 3 mesi saranno eventualmente offerti in asta insieme ai BOT annuali, mentre gli strumenti flessibili potranno essere proposti indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese.

Per il comparto nominale a medio-lungo termine, relativamente ai titoli *on-the-run*, i BTP saranno offerti su base mensile nelle aste di metà mese sulle scadenze a 3 e 7 anni, nonché sulle scadenze a 15 e 30 anni (per questi ultimi valutando di volta in volta quale titolo offrire, in base alle condizioni di mercato), mentre nelle aste di fine mese continueranno ad essere proposti i BTP a 5 e 10 anni insieme ai CCTeu. Nel 2016 il Tesoro si riserverà di approfondire ed analizzare la possibilità di emettere su scadenze a lungo termine anche diverse da quelle canoniche a 15 e 30 anni.

Per quanto riguarda le aste di BTP€i, queste continueranno a svolgersi mensilmente negli appuntamenti di fine mese secondo le date riportate nel Calendario Annuale, di norma nello stesso giorno dei CTZ. A seguito della modifica circa la data di regolamento delle aste (a T+2) introdotta lo scorso anno – per consentire l’allineamento del regolamento del primario con quello del secondario, che già dal 6 ottobre 2014 regolava il secondo giorno lavorativo successivo allo scambio le transazioni concluse su tutte le piattaforme elettroniche di negoziazione dell’Eurozona – queste categorie di titoli continueranno a regolare, di norma, nel penultimo giorno del mese in cui si svolge l’asta.

Le aste CTZ verranno invece proposte a mesi alternati negli appuntamenti di fine mese – contestualmente alle aste BTP€i - secondo le date riportate nel Calendario Annuale. Anche in questo caso il regolamento avverrà nel penultimo giorno del mese in cui si svolge l’asta salvo il caso in cui venga a scadenza nell’ultimo giorno del mese un CTZ emesso in passato. Esclusivamente in queste circostanze il regolamento dell’asta, ove abbia luogo nello stesso mese, viene spostato all’ultimo giorno del mese per allinearla alla scadenza.

Il Tesoro si riserva la facoltà di ricorrere, anche nel 2016, al collocamento in asta di titoli *off-the-run*, concedendosi la più ampia flessibilità sia in termini di scelta dei titoli sia della frequenza con cui proporli al mercato, sempre nell’ottica di garantire l’ottimale funzionamento del mercato secondario, contribuire a rimuovere le eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato e soddisfare le specifiche esigenze della domanda che dovessero emergere verso titoli non più in corso di emissione. In ragione degli specifici motivi per cui vengono proposti al mercato, e quindi differentemente dai titoli *on-the-run*, l’offerta dei titoli non più in corso di emissione potrà, pertanto, effettuarsi sia nella tornata di metà mese che in quella di fine mese.

Inoltre, qualora siano presenti condizioni di mercato particolari, e comunque in via del tutto eccezionale, il Tesoro potrà decidere di offrire titoli *off-the-run* congiuntamente nello stesso intervallo di emissione dei titoli BTP *benchmark* in corso di emissione (*on-the-run*).

Sempre in casi eccezionali, qualora lo richiedano particolari esigenze di liquidità, di funzionamento e/o di domanda del mercato, il Tesoro potrà fare ricorso alla riapertura di titoli in circolazione, sia di breve termine che di medio-lungo termine, anche al di fuori del Calendario Annuale. Tali collocamenti, da decidersi anche con il contributo di un'approfondita consultazione dei partecipanti al mercato stesso, saranno annunciati attraverso i consueti canali di comunicazione.

La tabella 2, di seguito riportata, riassume la periodicità delle aste per ogni strumento:

**Tabella 2: Periodicità delle aste**

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

\* Per i titoli contrassegnati da un asterisco, va precisato che gli *off-the-run* ricadenti nella rispettiva categoria di durata in base al criterio della vita residua al momento dell'emissione potranno essere offerti anche nelle aste a medio/lungo termine diverse da quelle in tabella.

Il Tesoro, oltre al Calendario Annuale ed ai periodici comunicati stampa rilasciati in prossimità delle aste, integra le informazioni da fornire al mercato attraverso i Programmi Trimestrali di Emissione nei quali, oltre ad essere pubblicate le informazioni relative ai titoli da emettere, saranno resi noti i nuovi titoli CCTeu, CTZ e BTP nominali a medio-lungo termine – fino al segmento 10 anni - in emissione nel trimestre successivo, insieme con il volume minimo in circolazione che il Tesoro si impegna a raggiungere per ognuno di essi prima di lanciare un successivo nuovo titolo nell'ambito dello stesso segmento.

## **2. I titoli nominali a tasso fisso e variabile**

### **a) I BOT e la gestione della liquidità**

Come di consueto, le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) saranno condotte sulle tradizionali scadenze a 6 e 12 mesi, cui potranno eventualmente affiancarsi i titoli trimestrali e i cosiddetti BOT flessibili, con durate anomale legate a specifiche esigenze di gestione della liquidità. Proseguendo nella tendenza degli anni più recenti, il 2016 sarà caratterizzato da un contenimento delle emissioni a breve termine, anche alla luce della maggiore concentrazione di scadenze prevista nell'anno 2017.

I BOT annuali e semestrali saranno offerti con regolarità, ed i relativi importi verranno determinati in funzione delle sopra citate finalità, nonché della domanda e delle condizioni di mercato. L'eventuale ricorso ai titoli a 3 mesi, così come ai BOT flessibili, avverrà in relazione alle esigenze di cassa del Tesoro; peraltro, si prevede un utilizzo estremamente limitato di tali strumenti anche nel 2016.

Per entrambe le scadenze a 6 e 12 mesi il Tesoro continuerà ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato. Sempre nell'ottica di contenimento delle emissioni a breve termine, l'ammontare della riapertura continuerà ad essere di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria (contro il 15 o 30% dei titoli a medio e lungo termine); il suddetto 10% sarà parametrato alla performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e a quella del mercato secondario, equamente ripartite. Il Tesoro manterrà la facoltà di modificare tale percentuale in ciascuna asta – in casi eccezionali e diramando un apposito comunicato stampa – in relazione alle condizioni di mercato e di domanda espresse

dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi sul segmento BOT.

Per quanto riguarda il funzionamento del mercato primario, l'asta competitiva rimarrà il sistema di collocamento di tutto il comparto BOT. Le emissioni continueranno quindi a svolgersi secondo il metodo prevalente sul mercato monetario, che prevede la presentazione delle offerte espresse in termini di rendimento (anziché di prezzo), confermando inoltre la possibilità per gli operatori di inserire fino a 5 richieste per ciascun BOT offerto.

Alla clientela che acquisterà i titoli in asta continueranno ad applicarsi le tutele del decreto ministeriale per la trasparenza nel collocamento dei titoli di Stato. In particolare, il nuovo decreto emanato a gennaio 2015 (in sostituzione del precedente del 2004, aggiornato nel 2009) ha ridotto le commissioni massime applicabili alla clientela per la sottoscrizione dei BOT in asta, prevedendo che esse siano nulle in caso di rendimenti negativi. Tale eventualità si è verificata in alcune aste BOT del 2015, che hanno beneficiato di un mercato monetario caratterizzato da rendimenti a breve termine prossimi a zero o stabilmente in area negativa, contesto di mercato che presumibilmente prevarrà anche nel 2016.

Il Tesoro potrà completare il programma di emissioni a breve termine con le *Commercial Paper*, strumenti caratterizzati da elevata flessibilità in termini di quantità e scadenze, utilizzati come corollario delle emissioni BOT per far fronte a specifiche e temporanee esigenze di cassa nella gestione della liquidità. Comunque, nel 2016 il ricorso a tali strumenti dovrebbe essere estremamente limitato, o anche risultare non necessario.

Durante il prossimo anno, infine, il Tesoro manterrà la propria costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul Conto disponibilità per il servizio di tesoreria (OPTES). Tale operatività, introdotta nel 2007 e sviluppatasi dalla fine del 2011, prevede un'attività quotidiana con lo svolgimento di operazioni prevalentemente di impiego della liquidità. Le operazioni continueranno a svolgersi tramite asta o negoziazione bilaterale e ad avere durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato.

## **b) I CTZ 24 mesi**

Nel 2016 l'ammontare complessivo di CTZ in scadenza sarà in ulteriore riduzione rispetto agli oltre 30 miliardi di euro scaduti nel 2015. Si tratta di circa 26 miliardi di euro, importo abbastanza contenuto e frutto della politica di emissione adottata nel corso degli ultimi anni, volta a ridurre il peso del segmento CTZ all'interno del portafoglio dei titoli di Stato per non appesantire il rifinanziamento delle scadenze future degli anni più prossimi.

Nonostante il calo dei rimborsi, le emissioni nette dei CTZ a fine 2016 saranno ampiamente negative. Per favorire questo obiettivo - e questa è la novità di politica di emissione più rilevante sul comparto - le aste dei CTZ nel 2016 saranno di norma caratterizzate da una periodicità di emissione bimestrale, senza alterare significativamente i normali quantitativi collocati nelle singole operazioni d'asta. Sarà tuttavia garantita l'emissione di almeno un nuovo titolo nel corso del 2016. La significativa riduzione delle emissioni lorde in valore assoluto rispetto al quantitativo offerto nel 2015 implicherà una conseguente riduzione anche in termini percentuali sul totale emesso. Conseguentemente, la quota di CTZ in circolazione in rapporto al debito a fine 2016 subirà una flessione significativa.

La riduzione della presenza sul comparto CTZ si iscrive pienamente nel più generale obiettivo di allungamento della durata media finanziaria dello stock del debito e, contestualmente, di riduzione dell'esposizione al rischio di rifinanziamento.

Il Tesoro manterrà l'impegno a garantire la liquidità ai titoli in circolazione e continuerà ad offrire questo strumento agli investitori attraverso le usuali modalità, ovvero con asta marginale e taglio discrezionale del prezzo all'interno di un quantitativo minimo e massimo offerto, in base alle condizioni della domanda.

La modalità di comunicazione non subirà modifiche e, pertanto, nel mese in cui si terrà l'asta saranno annunciati i quantitativi minimo e massimo nel relativo comunicato di emissione, pubblicato tre giorni antecedenti la data dell'asta in concomitanza con il comunicato relativo ai BTP€i. L'emissione dei titoli di questo comparto sarà mantenuta nella sessione di fine mese, prima dell'asta BOT e delle aste BTP nominali a medio-lungo termine e del CCTeu, con regolamento il giorno antecedente l'ultimo giorno lavorativo del mese, ad eccezione dell'asta di aprile che, in caso l'asta CTZ abbia effettivamente luogo, avverrà in concomitanza con quella dei BOT ed avrà regolamento l'ultimo giorno lavorativo del mese, per consentire la coincidenza con la data di scadenza di un CTZ emesso nel 2014.

Al fine di contenere l'ammontare di titoli da rifinanziare nel 2017, il Tesoro potrà valutare di considerare anche il segmento CTZ tra i titoli oggetto di riacquisto in operazioni di concambio o buyback.

### **c) I CCTeu/ CCT**

Durante il 2015 è proseguito il processo di normalizzazione delle condizioni di mercato del comparto dei CCTeu. Nel corso del 2016, il Tesoro continuerà ad offrire al mercato i CCTeu di norma con una frequenza mensile, in modo da garantire la continuità di emissione necessaria per fornire la liquidità richiesta dal mercato. La tempistica del collocamento continuerà ad essere quella tradizionale di fine mese, contestualmente alle emissioni di BTP nominali a 5 e 10 anni.

Il meccanismo di collocamento per i CCTeu continuerà ad essere quello dell'asta marginale con la fissazione del prezzo determinata discrezionalmente dal Tesoro in base alla situazione del mercato secondario, all'interno di un intervallo di quantità in offerta precedentemente annunciato. Così come per il comparto BTP*€i*, qualora si scelga di proporre CCTeu non in corso di emissione (*off-the-run*), questi verranno offerti in un intervallo unico con gli *on-the-run*.

Nel 2016, le scadenze di CCT saranno pari a poco più di 13 miliardi di euro, in forte riduzione rispetto alle scadenze dell'anno precedente. Questo darà luogo ad un valore di emissioni nette positivo ma, in una prospettiva di contenimento dell'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse, le emissioni lorde in rapporto al totale delle emissioni saranno contenute in modo da conseguire una stabilizzazione della quota dei Certificati del Tesoro a tasso variabile in rapporto al debito.

Nel 2016, oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione si stima che verranno lanciati tramite asta due nuovi titoli *benchmark*, privilegiando la scadenza all'emissione di 7 anni, in continuità con le scelte adottate più di recente.

### **d) I BTP nominali a 3 e 5 anni**

Sulle scadenze a 3 e 5 anni, le scelte di politica di emissione del Tesoro nel comparto BTP nominale continueranno ad essere caratterizzate da una presenza regolare e continua sul mercato primario. Durante il 2016, per entrambe le scadenze il Tesoro prevede di collocare almeno due nuovi titoli che, comunque, saranno comunicati all'interno dei Programmi Trimestrali.

La tempistica con cui si deciderà l'apertura dei nuovi titoli sarà disposta in modo da tener conto della domanda di mercato, della performance sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga, delle esigenze di finanziamento del Tesoro e, in ogni caso, prestando cura nel garantire un adeguato flottante finale dei titoli in corso di emissione, anche in funzione della possibilità che gli stessi possano essere riaperti in momenti successivi come *off-the-run* o in operazioni di concambio.

In continuità con quanto già avviene dal 2014, il collocamento del titolo a 5 anni verrà proposto, insieme al titolo a 10 anni, in occasione delle aste di fine mese, mentre il collocamento del titolo a 3 anni verrà effettuato nelle aste di metà mese insieme al segmento a 7 anni e, di norma, anche da uno o più titoli a lungo termine con scadenza superiore ai 10 anni.

La modalità di collocamento dei titoli di questi comparti, ormai consolidata da alcuni anni, si conferma tramite asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo. In ogni tornata d'asta, di norma, i titoli *on-the-run* verranno proposti ciascuno con il proprio intervallo di offerta mentre quelli *off-the-run*, ove presenti, verranno offerti comunicando un intervallo di volumi che li comprenderà congiuntamente. Qualora particolari circostanze di mercato lo richiedano, tutti i titoli potranno essere offerti con un intervallo di offerta unico, siano essi soltanto *on-the-run* oppure in associazione con *off-the-run*.

Rispetto al 2015, le scadenze nel 2016 saranno leggermente inferiori per quanto riguarda il segmento a 3 anni, mentre vi sarà una consistente riduzione degli ammontari in scadenza per il segmento a 5 anni (circa un terzo in meno rispetto al 2015). Nonostante le minori scadenze complessive su questi due segmenti, qualora le condizioni di mercato lo consentano, in una prospettiva di allungamento della vita media del debito, nel 2016 si procederà ad una riduzione delle emissioni lorde di BTP a 3 e 5 anni, sia in valore assoluto che in rapporto al totale delle emissioni, possibilmente tale da chiudere l'anno con emissioni nette negative.

#### **e) I BTP nominali a 7 anni e 10 anni**

Dopo il successo del lancio nell'ottobre del 2013 e la successiva introduzione nel programma mensile delle aste nel 2014, il 2015 ha visto l'affermarsi del BTP nominale con scadenza settennale come un punto di riferimento sulla curva dei rendimenti italiana. Il titolo ha pertanto acquisito un ruolo centrale all'interno del programma mensile di aste, che si consoliderà ulteriormente nel 2016. Da un lato, le emissioni saranno modulate per soddisfare la consolidata domanda degli investitori e, dall'altro, saranno utilizzate dal Tesoro in modo strategico al fine di rafforzare il processo di allungamento della vita media del debito.

Per quanto riguarda il BTP decennale, visto il ruolo di punto di riferimento dell'intera curva dei rendimenti nominali italiana per la comunità degli investitori domestici ed internazionali, continuerà a rappresentare, anche nel 2016, il segmento più importante per le emissioni del Tesoro nell'ambito del comparto BTP nominale, attraverso emissioni regolari su base mensile.

Il meccanismo di collocamento di questi due strumenti resterà il medesimo degli scorsi anni e pertanto avverrà tramite meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo. Circa la tempistica del collocamento, il segmento a sette anni continuerà ad essere emesso in occasione delle aste a medio-lungo termine di metà mese, insieme al BTP con scadenza triennale ed uno o più titoli a lungo termine con scadenza superiore ai 10 anni, mentre il titolo a 10 anni sarà emesso in occasione delle aste di fine mese insieme al BTP quinquennale e al CCTeu.

Il Tesoro prevede di emettere per ciascuna delle due scadenze due nuovi titoli che, come di consueto, saranno comunicati al mercato attraverso il Programma Trimestrale.

Nel comparto a 7 anni, non essendoci ancora titoli del settore in scadenza nel 2016, le emissioni nette saranno ovviamente positive e, tendenzialmente, in valore assoluto non si discosteranno da quelle dello scorso anno. Considerando che le emissioni lorde complessive di titoli di Stato per il 2016, come anticipato nelle considerazioni introduttive, saranno inferiori rispetto al 2015, ne discende che in termini percentuali, il peso del comparto a 7 anni sul totale delle emissioni sarà leggermente superiore ed andrà ad alleggerire la rilevanza delle emissioni sugli strumenti a più breve termine, in particolare CTZ e BTP nominali a 3 e 5 anni.

Sul comparto decennale, considerando il ruolo strategico che riveste questa scadenza per la gestione del debito, sia per il controllo del rischio di rifinanziamento che di tasso, il Tesoro manterrà su questo settore le emissioni lorde in linea, se non leggermente superiori, con quelle dei recenti anni, aumentando, anche grazie alle ridotte scadenze rispetto al 2015 (circa il 40% in meno), il suo peso rispetto allo stock del debito.

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

Nel 2016, sui segmenti a 15 e 30 anni della curva nominale la politica di emissione del Tesoro sarà incentrata nel consolidare i risultati soddisfacenti ottenuti durante il 2015, cercando almeno di replicare le emissioni lorde effettuate in tale anno. Le emissioni verranno svolte con regolarità e continuità, valutando di volta in volta quale delle due scadenze offrire al mercato, tenendo conto delle informazioni acquisite tramite gli scambi informativi con gli operatori più attivi su questi strumenti e considerandole dinamiche degli scambi sul mercato secondario. Tale scelta ricadrà, di



norma, su titoli *on-the-run* ma, come accaduto in diverse occasioni anche nel 2015, potrà prevedere il ricorso a modalità più flessibili, come l'emissione congiunta di entrambi i titoli *on-the-run* o - ancora - proporre riaperture di titoli a lungo termine *off-the-run*, in aggiunta o in sostituzione degli *on-the-run*.

Le modalità di svolgimento delle aste saranno analoghe a quelle degli altri BTP nominali, sia per i titoli *on-the-run* che per gli *off-the-run*, cioè con meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo. Qualora ci siano più titoli del comparto in offerta nella stessa tornata d'asta, di norma si comunicherà un quantitativo minimo e massimo per ciascun titolo *on-the-run* – salvo, qualora il Tesoro ne ravvisi l'opportunità, offrire un quantitativo congiunto, così come avviene nel caso dell'offerta di *off-the-run*. Questi ultimi, tra l'altro, potranno essere proposti non solo nelle aste di metà mese, come avviene per gli *on-the-run*, ma anche in quelle di fine mese, ove le condizioni di mercato lo rendano preferibile.

Il Tesoro, come di consueto, non annuncerà nuovi titoli del comparto all'interno del Programma Trimestrali ma, sfruttando l'opportunità di finanziarsi a lungo termine a tassi storicamente bassi, si punterà ad un nuovo titolo sia sulla scadenza a 15 che quella a 30 anni mediante l'utilizzo del sindacato di collocamento, sempreché le condizioni di mercato siano favorevoli. In tal modo potrà risultare più agevole centrare l'obiettivo di incremento della vita media del debito.

Infine, nel corso del 2016, in considerazione dell'attuale contesto di tassi di mercato e dell'evoluzione della domanda, il Tesoro inizierà a studiare la possibilità di offrire al mercato titoli del formato BTP nominale sul tratto a lungo termine della curva con scadenze diverse da quelle tradizionali a 15 e 30 anni.

### **3. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i)**

Nel 2016 verrà a scadenza un titolo BTP€i a 5 anni per oltre 9 miliardi di euro (importo non rivalutato). La politica di emissione del Tesoro sul comparto dei titoli indicizzati all'inflazione europea continuerà ad essere orientata ad un approccio di regolarità delle emissioni, attraverso la presenza sul mercato con cadenza mensile, come da Calendario Annuale. A fine anno, lo stock in valore assoluto dei titoli indicizzati all'inflazione europea dovrebbe crescere; tuttavia, l'esposizione complessiva al rischio inflazione (sia europea che italiana, quindi tenendo conto anche del BTP

Italia), calcolata in termini di quota dei titoli reali sul debito complessivo, dovrebbe attestarsi su livelli leggermente inferiori a quelli del 2015.

Il collocamento dei BTP€i avverrà, tramite meccanismo d'asta e determinazione discrezionale del prezzo, a fine mese e secondo la cadenza mensile indicata nel Calendario (che solo a dicembre non prevede emissioni).

Nella stessa tornata d'asta potranno essere offerti più titoli congiuntamente, sia *on-the-run* che *off-the-run*, con un unico intervallo di volumi in offerta, all'interno del quale verrà allocata la quantità emessa per ogni singolo titolo.

La valutazione circa l'introduzione di nuovi *benchmark* sarà effettuata tenendo conto delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, soprattutto in termini di flottante raggiunto da ciascuno di essi, e dell'evoluzione della domanda. In occasione dell'eventuale collocamento di nuovi titoli, il Tesoro valuterà accuratamente, insieme agli operatori di mercato ed agli investitori, sia la possibilità di modificare il ciclo di pagamento delle cedole, attualmente definito nei mesi di marzo e settembre, che il mese di scadenza del titolo. La modalità di collocamento dei nuovi titoli, in continuità con gli scorsi anni, avverrà per i titoli con durata pari o maggiore a dieci anni, attraverso il sindacato di collocamento. Anche sui titoli indicizzati all'inflazione europea, in considerazione dell'attuale contesto macroeconomico e in linea con la strategia perseguita sul settore nel 2015, le scadenze a medio-lungo periodo, ove il mercato lo consenta, avranno un peso relativamente maggiore, anche grazie alle regolari riaperture del nuovo *benchmark* a 15 anni, il BTP€i 15 settembre 2032, emesso sul mercato a ottobre 2015.

## IL BTP ITALIA

Nell'anno 2016, andranno in scadenza i primi 3 BTP Italia emessi nel 2012, per un totale di rimborsi pari a circa 27 miliardi.

Nel corso del prossimo anno, il BTP Italia verrà riproposto presumibilmente attraverso due collocamenti, uno in primavera e uno in autunno, per continuare ad offrire agli investitori *retail* sia uno strumento di protezione dei loro risparmi che la possibilità di reinvestire nei nuovi titoli la liquidità proveniente da quelli in scadenza.

I titoli offerti avranno le stesse caratteristiche finanziarie di quelli già presenti sul mercato: tasso cedolare reale annuo fisso, indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale, rimborso su base semestrale della rivalutazione del capitale e premio di fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. La durata dei nuovi titoli sarà valutata in base alle condizioni della domanda e di mercato in prossimità del collocamento, tenuto conto dell'obiettivo del Tesoro di allungamento della vita media del debito.

I titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio. Gli ordini di acquisto saranno raccolti durante il periodo di collocamento dell'emissione sul circuito stesso della piattaforma, e mediante il supporto di banche *dealer*, scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. La liquidità dei titoli sul mercato secondario sarà garantita attraverso l'impegno dei *dealer* e di *co-dealer* selezionati dal Tesoro tra i più attivi partecipanti al MOT sul comparto dei titoli di Stato italiani.

I collocamenti dei BTP Italia del 2016 continueranno ad essere aperti anche agli investitori istituzionali, in considerazione dell'ampio e continuo interesse mostrato per il titolo sia da operatori domestici che da investitori esteri.

## LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Nel 2016 si prevede un ricorso frequente alle operazioni straordinarie di concambio e riacquisto, per gestire il rischio di rifinanziamento, rimodulando il profilo delle scadenze e favorendo al contempo la liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli di Stato. In continuità con quanto avvenuto negli

ultimi anni, tali operazioni saranno volte in particolare a ridurre la concentrazione di rimborsi previsti nel 2017. L'utilizzo delle operazioni straordinarie comunque dipenderà dalle condizioni prevalenti sul mercato secondario e, per il riacquisto, anche dal livello delle giacenze del Conto disponibilità e del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Anche nel 2016 si valuterà di volta in volta la migliore modalità di esecuzione di tali operazioni. Per il concambio, come di consueto, si prevede l'utilizzo del sistema telematico di negoziazione, che opera sul mercato secondario regolamentato, o del sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia; per i riacquisti, si potrà ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia o a negoziazioni bilaterali o, infine, adottare nuove modalità di esecuzione, che potrebbero includere lo svolgimento delle operazioni direttamente sul mercato secondario, come già avviene per il concambio.

## **EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI**

I due canali che il Tesoro ha da lungo tempo utilizzato per emettere sui mercati internazionali sono il *Global Bond Program* e il *Medium Term Notes (MTN) Program*.

Per quanto concerne il programma *Global*, diretto a investitori istituzionali di ogni parte del mondo, benché le condizioni presenti sui mercati finanziari in termini di domanda fossero tornate favorevoli per nuove emissioni, gli elevati costi di copertura - via derivato - non hanno consentito di soddisfare tale domanda con nuova offerta di titoli in tale formato. Nel corso del 2016, il Tesoro continuerà ad essere impegnato in un'attenta attività di monitoraggio ed analisi dei mercati, al fine di prendere in considerazione la domanda verosimilmente consistente degli investitori istituzionali, in particolare per nuove emissioni in dollari americani, comparto in cui si è lontani ormai dal secondo semestre del 2010.

Mediante il programma *Medium Term Notes*, invece, il Tesoro può emettere in formato pubblico o privato, con caratteristiche di estrema flessibilità e in modo da favorire un allineamento ottimale tra le esigenze dell'emittente e le richieste peculiari di uno o più investitori, sia in termini di scadenza che di struttura.

Con riferimento ai piazzamenti privati, saranno considerate le proposte che soddisfano i seguenti requisiti: scadenza almeno pari a tre anni, ammontare minimo non inferiore ai 200 milioni di euro e un importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro. Inoltre, il Tesoro valuterà se

procedere o meno con queste emissioni, valutando la loro coerenza con la strategia di finanziamento complessiva, volta ad allungare la vita media del debito, e verificando che il costo di finanziamento non sia superiore a quello del corrispettivo titolo “domestico”, in modo da evitare ripercussioni negative sui titoli emessi in formato pubblico.

Al fine di soddisfare esigenze condivise da un gruppo di investitori istituzionali, potranno essere valutate anche opportunità sul comparto dei titoli indicizzati all’inflazione.