



Dipartimento
del Tesoro

A cura della direzione II

Linee guida della gestione del debito pubblico 2020



© Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2019
Dipartimento del Tesoro
Direzione II - Debito Pubblico

Via XX settembre, 97
00187 Roma
Tel 06/47614148
E-mail. dt.segreteria.direzione2@tesoro.it
<http://www.mef.gov.it>
<http://www.dt.mef.gov.it>

Tutti i diritti riservati. È consentita la riproduzione a fini didattici e non commerciali, a condizione che venga citata la fonte.

INDICE

INDICE	3
INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE	4
PREMESSA	5
I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2020 ...	6
I.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE	6
II. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA	9
II. 1 LE COMUNICAZIONI DEL TESORO: IL CALENDARIO ANNUALE, I PROGRAMMI TRIMESTRALI E I COMUNICATI DI EMISSIONE	9
II.2 LA PERIODICITÀ DEI COLLOCAMENTI IN ASTA DELLE DIVERSE TIPOLOGIE DI TITOLI	11
III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE	14
III. 1 I BOT E LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ	14
III.2 I CTZ 24 MESI	15
III.3 I CCTEU	15
III.4 I BTP NOMINALI A 3 E 5 ANNI	16
III.5 I BTP NOMINALI A 7 E 10 ANNI	17
III.6 I BTP NOMINALI A LUNGO TERMINE (15, 20, 30 E 50 ANNI)	18
III.7 I TITOLI INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE EUROPEA (BTP€I)	19
III.8 IL BTP ITALIA	20
III.9 TITOLI DI STATO <i>GREEN</i>	21
IV. LE OPERAZIONI DI LIABILITY MANAGEMENT: CONCAMBI, RIACQUISTI E DERIVATI	22
V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI	23

INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE

TAVOLA 2.1 – CALENDARIO ANNUNCIO ASTA E DATA DI REGOLAMENTO . 10

TAVOLA 2.2 – PERIODICITÀ DELLE ASTE 12

PREMESSA

In linea con una prassi ormai ampiamente consolidata, il Dipartimento del Tesoro pubblica le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2020. Obiettivo del documento è quello di sottoporre all'attenzione dei partecipanti al mercato del debito pubblico italiano diverse informazioni, di tipo sia qualitativo che quantitativo, circa la strategia di emissione e gestione dei titoli di Stato per i prossimi dodici mesi. In particolare, vengono forniti dettagli circa i piani di emissione sui diversi comparti e sulle varie scadenze, nonché l'approccio che verrà adottato per rispondere sia alle esigenze strategiche del Tesoro dal punto di vista della gestione dei principali rischi sia all'evoluzione delle condizioni di mercato lungo il corso dell'anno. Per ripercorrere tutti i profili della gestione del debito del 2019, nel contesto dell'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica del periodo, si rimanda al Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico del 2019 che verrà pubblicato durante il 2020.

I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2020

I.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Il 2019 ha presentato dei tratti di continuità con il 2018 per quanto riguarda i fattori che hanno guidato l'evoluzione dei mercati finanziari durante l'anno, in particolare in relazione ai rischi geopolitici internazionali e nazionali che hanno in varie occasioni alimentato incertezza e volatilità. Il protrarsi del confronto tra USA e Cina in tema di dazi, con apparenti aperture al dialogo e alla ricerca di soluzioni, alternati a rinvii e accentuazione delle tensioni, ha avuto un impatto innegabile sulle dinamiche macroeconomiche, principalmente proprio per la difficoltà per gli operatori di individuare un quadro certo in cui far maturare e implementare le loro decisioni economiche. Questo ha avuto effetti inevitabili anche sull'economia europea che, infatti, nei primi tre trimestri del 2019 ha visto molti paesi con crescita molto ridotta, inclusa l'Italia. Ne è maturata l'attesa di tassi di rendimento per i mercati obbligazionari ancora bassi per lungo tempo, a differenza del consenso prevalente sul finire del 2018, che ha spinto gli investitori domestici e internazionali alla ricerca di strategie per cercare di migliorare per quanto possibile la redditività dei portafogli. In tale contesto, nel corso dell'estate si è realizzato un rapido cambiamento del quadro politico italiano, con la caduta del governo in carica e la successiva formazione di un nuovo governo con diversa maggioranza e un indirizzo in materia di politiche fiscali e di bilancio più chiaramente allineato alle regole europee.

In concomitanza con la formazione del nuovo governo (dalla seconda metà di agosto), il mercato dei titoli di Stato ha sperimentato una marcata accelerazione del restringimento del differenziale di rendimento rispetto ai principali paesi europei (Germania in primis) dopo una prima fase già sperimentata nel mese di giugno in concomitanza con il venir meno del rischio che l'Italia potesse entrare in procedura per deficit eccessivo (EDP).

Nel contesto delineato, la gestione del debito ha consentito di ridurre il costo medio all'emissione, che nel 2019 è stato pari allo 0,93%, come anche il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi e lo stock di debito delle Pubbliche Amministrazioni, che ha proseguito la sua discesa fino allo 2,58%. Questo risultato va letto anche in considerazione delle caratteristiche della composizione del debito, che alla fine del 2019, relativamente allo stock di titoli di Stato, presenta una vita media pari a 6,87 anni, un dato marginalmente superiore a quello di fine 2018 pari a 6,78 anni. Ciò grazie alle diverse emissioni sulla parte lunga della curva dei rendimenti, condotta sia attraverso le aste che con il lancio tramite sindacato di collocamento di tre nuovi titoli *benchmark* nominali (15, 20 e 30 anni),

della riapertura del titolo a 50 anni nonché del nuovo BTP decennale legato all'inflazione europea. Una vita media lunga tende infatti non solo a mitigare il rischio di rifinanziamento, diluendo nel tempo i volumi da collocare sul mercato per coprire il debito in scadenza, ma segnala anche la minore esposizione dell'emittente a incrementi repentini dei tassi di interesse.

Nel 2020 le emissioni a medio lungo termine del Tesoro (quindi escludendo i BOT) saranno finalizzate alla copertura dei titoli a medio lungo termine in scadenza, che saranno pari a circa 202 miliardi di euro, e del fabbisogno del settore statale, che alla luce degli ultimi sviluppi attinenti alla sessione di bilancio in Parlamento, dovrebbe attestarsi intorno ai 45 miliardi di euro.

Dal punto di vista macroeconomico e dei rischi geopolitici nazionali ed internazionali, il 2020, in base alle informazioni attualmente disponibili, sarà caratterizzato da un livello di incertezza analogo a quello dell'anno in corso, e questo rende difficile prevedere non solo l'evoluzione dei tassi sul debito italiano ma anche quella dei tassi europei. Tale incertezza sarà parzialmente mitigata dalla presenza della BCE, la quale a novembre 2019 ha ripreso il programma di acquisto di titoli di Stato, nell'ambito del cosiddetto *Public Sector Purchase Program*, al quale si affiancherà il reinvestimento dei titoli in scadenza.

In questo contesto, la politica di emissione e gestione del debito nel 2020 sarà orientata principalmente al conseguimento dei seguenti obiettivi:

- a) garantire copertura del fabbisogno a costi il più possibile in linea con l'andamento del mercato;
- b) consolidare i risultati già acquisiti in termini di esposizione ai principali rischi, in particolare quello di tasso di interesse e di rifinanziamento;
- c) contribuire ad un progressivo miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato secondario, soprattutto per quei segmenti e comparti che nel corso del 2019 hanno mostrato maggiori difficoltà sotto questo profilo;
- d) rendere maggiormente efficiente la gestione delle giacenze liquide del Tesoro anche mediante una maggiore diversificazione degli strumenti.

A tal fine, la strategia del Tesoro sul mercato si svilupperà nei prossimi mesi mediante:

- a) l'impegno a garantire prevedibilità e regolarità delle emissioni su tutti i principali segmenti dei titoli domestici;
- b) la calibrazione dei volumi offerti al mercato in modo da dare maggiore peso ai settori con migliore liquidità sul secondario e più profondità di domanda;
- c) l'uso di strumenti di *liability management* (come i concambi ed i *buyback*), in linea con l'approccio seguito negli ultimi due anni, con una frequenza ed intensità funzionali all'andamento di mercato, con il fine di ridurre le dislocazioni su specifici titoli, migliorare la liquidità del secondario e gestire il profilo dei rimborsi degli anni futuri;
- d) l'impegno a diversificare la base di investitori anche mediante emissioni in valuta estera sia in formato Global che in formato EMTN, con un particolare focus sui collocamenti in dollari;
- e) l'eventuale ricorso a strumenti innovativi, anche specificatamente dedicati agli investitori *retail*, dopo approfondite valutazioni, analisi di fattibilità e indagini di mercato;
- f) porre in essere tutti gli interventi organizzativi e di mercato per poter avviare le emissioni di titoli di Stato di tipo "green".

Nel Rapporto sul Debito Pubblico 2019 verranno descritte dettagliatamente tutte le diverse componenti dell'attività di gestione del debito dell'anno che sta per chiudersi, con l'evidenziazione degli obiettivi perseguiti e dei risultati raggiunti.

II. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA

II. 1 LE COMUNICAZIONI DEL TESORO: IL CALENDARIO ANNUALE, I PROGRAMMI TRIMESTRALI E I COMUNICATI DI EMISSIONE

La politica di comunicazione che la Direzione del Debito Pubblico adotterà nel 2020 sarà volta al perseguimento della massima trasparenza sia nella definizione della strategia che delle specifiche scelte di emissione. Si tratta di un approccio che rappresenta uno dei capisaldi della politica di comunicazione che il Tesoro adotta da molti anni. Naturalmente, l'obiettivo della trasparenza viene sempre contemperato con l'opportunità di riservarsi alcuni elementi di flessibilità utili per garantire le scelte di gestione più appropriate, soprattutto in contesti di mercato la cui evoluzione risulta di difficile prevedibilità.

La politica di comunicazione, viene perseguita non solo attraverso la pubblicazione di queste Linee Guida, ma anche attraverso le ulteriori pubblicazioni periodiche, quali il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di emissione.

Circa il Calendario Annuale, questo viene pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), nel quale sono riportate le informazioni inerenti le date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato in programma nel corso del 2020, nonché le date di annuncio e di regolamento delle diverse categorie di titoli in offerta.

Sulla *home page* del sito del Debito Pubblico viene pubblicato, altresì, il “Calendario delle emissioni dei BOT” che contiene tutte le informazioni circa questa tipologia di collocamenti, incluse le date di annuncio, asta, regolamento e scadenza dei titoli nonché la data ultima di presentazione delle domande da parte degli investitori.

Al termine di ogni trimestre avrà luogo la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione, nei quali saranno resi noti al mercato i titoli di nuova emissione che saranno collocati tramite asta nel trimestre successivo nei comparti CCTeu, CTZ e BTP nominali fino al segmento 10 anni, insieme ai volumi minimi 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. Per i nuovi titoli da emettere nel trimestre, di volta in volta il Tesoro deciderà se oltre alla tipologia e durata del titolo, è opportuno fornire anche l'esatta data di scadenza nonché quella di godimento, al fine di rispondere alle eventuali esigenze di flessibilità dettate dall'andamento di mercato. Saranno comunicate, inoltre, le eventuali riaperture di titoli in corso di emissione.

Infine, tre giorni prima di ciascuna asta, così come previsto nel Calendario Annuale, verrà diramato il Comunicato di emissione, che informa il mercato circa i

titoli specifici in offerta ed i relativi quantitativi. Tali comunicati contengono inoltre ulteriori informazioni utili per l'investitore quali, per esempio, la tempistica entro cui presentare le domande, l'ammontare offerto nel collocamento supplementare riservato agli operatori Specialisti, i soggetti che possono partecipare all'asta con le relative modalità di partecipazione e, infine, se il titolo offerto in asta viene ammesso alle attività di stripping e se presenta una prima cedola "short coupon".

La tabella 1 seguente, riassume le tempistiche degli annunci e del regolamento normalmente adottati per i titoli collocati in asta dal Tesoro:

TAVOLA 2.1 – CALENDARIO ANNUNCIO ASTA E DATA DI REGOLAMENTO			
Tipologia di titolo	Data annuncio	Asta	Data Regolamento asta
Tutte le tipologie emesse in asta	T-3	T	T+2

Il Calendario Annuale del 2020 comunque prevede che, in alcune sporadiche occasioni, l'asta BOT e/o dei titoli a medio-lungo termine non seguirà le tempistiche standard, per tener conto di vari aspetti quali, tra l'altro, il posizionamento della data dell'asta rispetto a festività nazionali o internazionali.

Nel Calendario Annuale non viene comunicata la data di svolgimento dei collocamenti supplementari riservati agli operatori Specialisti. Tuttavia questa informazione sarà presente all'interno dei Comunicati di emissione e comunque, di norma, tali collocamenti verranno svolti il pomeriggio del giorno successivo a quello in cui si è tenuta l'asta ordinaria. Sempre per quanto concerne i collocamenti supplementari, così come per lo scorso anno, il Tesoro continuerà ad avvalersi di alcuni elementi di flessibilità. In particolare, per i titoli a medio-lungo termine le quote di riapertura continueranno ad essere per le prime *tranche*, pari al 30%, e per quelle successive pari al 15%, mentre per i titoli nominali ed indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai dieci anni, la quota ordinaria potrà essere incrementata di un ulteriore 5% in base a quanto viene comunicato di volta in volta nell'annuncio dell'asta ordinaria. Resta valida la novità introdotta nel 2018 circa la metodologia di calcolo dell'importo di diritto per ogni Specialista su tale quota aggiuntiva del 5%, la quale prevede che tale diritto venga calcolato per metà sulla base della performance valutata sul mercato secondario elettronico di riferimento e per la restante metà sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative allo stesso segmento.

II.2 LA PERIODICITÀ DEI COLLOCAMENTI IN ASTA DELLE DIVERSE TIPOLOGIE DI TITOLI

La sequenza di appuntamenti dei cicli d'asta nei quali verranno offerti mensilmente i titoli di Stato, sia per gli appuntamenti di metà mese che per quelli di fine mese, nel 2020 non subiranno modifiche.

Per il comparto BOT, i titoli con scadenza a 12 mesi e quelli con scadenza semestrale saranno offerti mensilmente e rispettivamente nelle aste di metà mese e di fine mese. Per quanto riguarda l'offerta dei BOT a 3 mesi, questi saranno collocati, qualora esigenze di cassa lo rendessero necessario, a metà mese, insieme ai BOT annuali. Infine, i BOT con scadenza flessibile, sempre in caso di necessità di cassa, potranno essere proposti indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese.

Anche l'offerta dei titoli *on-the-run* del comparto nominale a medio-lungo termine sarà articolata in due tornate d'asta, a metà e fine mese. A metà mese, saranno offerti con regolarità i BTP a 3 e 7 anni e, ove ricorrano le condizioni, nello stesso ciclo d'asta verranno proposti anche uno o più BTP a lungo termine sulle scadenze a 15, 20 o 30 anni. Nelle aste di fine mese, invece, continueranno ad essere proposti i BTP a 5 e 10 anni insieme ai CCTeu. Sulla scadenza a 50 anni, il Tesoro manterrà l'impegno a garantire un'adeguata liquidità dell'unico titolo attualmente in circolazione attraverso successive riaperture, che potranno avvenire sia in asta, indifferentemente nei cicli d'asta di metà e fine mese, sia attraverso emissioni sindacate.

Per quanto riguarda i collocamenti dei titoli indicizzati all'inflazione europea, i BTP€i, questi continueranno ad essere offerti mensilmente negli appuntamenti di fine mese, di norma nello stesso giorno dei CTZ.

Pertanto, i tre giorni in cui si svolgono le aste di fine mese continueranno ad essere così organizzati: nel primo giorno si svolgerà l'asta dei BTP€i e dei CTZ a 24 mesi, la cui data di regolamento di norma cadrà il giorno antecedente l'ultimo giorno lavorativo del mese; nel secondo giorno l'asta BOT, con data di regolamento l'ultimo giorno lavorativo del mese; il terzo giorno le aste dei titoli nominali a medio-lungo termine, con regolamento il primo giorno lavorativo TARGET del mese successivo a quello di svolgimento dell'asta stessa. Per tutte le aste gli annunci verranno emanati tre giorni lavorativi precedenti quello di collocamento.

Anche nel 2020 il Tesoro potrà ricorrere al collocamento in asta di titoli *off-the-run* qualora lo ritenga opportuno, nei casi in cui favorisca l'ottimale funzionamento del mercato secondario, contribuisca a rimuovere le eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato e/o soddisfi specifiche esigenze della domanda che dovessero emergere verso alcuni titoli. Allo scopo di perseguire un più efficiente collocamento di tali strumenti, il Tesoro si riserva la facoltà di utilizzare la più ampia flessibilità, sia in termini di scelta dei titoli sia in relazione alla frequenza con cui proporli al mercato.

Considerata quindi la peculiarità dei motivi per cui vengono proposti al mercato, l'offerta dei titoli non più in corso di emissione potrà effettuarsi sia nella tornata di metà mese che in quella di fine mese. Circa le modalità di collocamento, per gli *off-the-run* verranno offerti intervalli sugli importi in emissione calibrati sul singolo titolo, o con un intervallo congiunto in caso di più titoli proposti nella medesima asta. Tuttavia, il Tesoro potrà decidere, in via del tutto eccezionale e in presenza

di condizioni di mercato particolari, di offrire congiuntamente nello stesso intervallo di emissione titoli *off-the-run* e titoli *benchmark* in corso di emissione (*on-the-run*).

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

TAVOLA 2.2 – PERIODICITÀ DELLE ASTE		
TIPOLOGIA DI TITOLO	ASTE METÀ MESE	ASTE FINE MESE
BOT FLESSIBILI	EMISSIONE CONDIZIONATA ALLE ESIGENZE DI CASSA	
3 MESI BOT	EMISSIONE CONDIZIONATA ALLE ESIGENZE DI CASSA	
6 MESI BOT		X
12 MESI BOT	X	
24 MESI CTZ		X
3 ANNI BTP*	X	
5 ANNI BTP*		X
7 ANNI BTP*	X	
10 ANNI BTP*		X
15, 20 E 30 ANNI BTP*	OFFERTA IN RELAZIONE ALLA DOMANDA ESPRESSA DAL MERCATO	
50 ANNI BTP	OFFERTA IN RELAZIONE ALLA DOMANDA ESPRESSA DAL MERCATO	
CCTEU		X
BTP€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.

Infine, il Tesoro potrà, sempre in casi eccezionali, qualora lo richiedano particolari esigenze di liquidità, di funzionamento del mercato e/o di domanda, 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 modalità di svolgimento delle aste resterà immutata: per i BOT si manterrà la tipologia di asta competitiva mentre per tutti gli altri strumenti le aste saranno

di tipo marginale e si svolgeranno secondo le modalità degli ultimi anni, ovvero con taglio discrezionale del prezzo in base alla domanda pervenuta in asta all'interno di un intervallo di quantità preannunciato.

III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE

III. 1 I BOT E LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

Nel 2020, le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) saranno condotte sulle tradizionali scadenze a 6 e 12 mesi, a cui potranno eventualmente affiancarsi i titoli trimestrali e i cosiddetti BOT flessibili, con durate diverse legate a specifiche esigenze di gestione della liquidità. I BOT annuali e semestrali saranno offerti con regolarità ed i relativi importi tenderanno a garantire il rinnovo delle scadenze. Per entrambe le scadenze a 6 e 12 mesi, il Tesoro offrirà i titoli attraverso le aste ordinarie e le relative riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato. L'ammontare di ogni riapertura, di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto in asta, verrà attribuito secondo la performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e secondario. 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 su questo segmento.

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 si applicheranno le tutele del decreto ministeriale per la trasparenza nel collocamento dei titoli di Stato.

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 prevede un'attività quotidiana con lo svolgimento di operazioni di impiego o raccolta della liquidità, a seconda delle necessità di *cash management*. Date le attuali condizioni del mercato monetario e l'abbondante liquidità presente nel sistema, il programma di operazioni di impiego o raccolta svolte tramite asta quotidiana rimarrà temporaneamente sospeso e potrà essere riattivato con congruo preavviso e opportuna comunicazione al mercato, qualora se ne ravvisi l'opportunità. Contestualmente, si continuerà nell'attività di negoziazione bilaterale di impiego della liquidità, di durata maggiore all'*overnight*, al fine ottimizzarne

la gestione e migliorarne la redditività, in un’ottica di gestione dei rischi di controparte.

III.2 I CTZ 24 MESI

Nonostante il Tesoro avesse inizialmente pianificato di essere presente sul mercato con un volume di emissioni pressoché in linea con l’importo in scadenza, la buona domanda riscontrata per lo strumento ha fatto sì che nel corso del 2019 le emissioni nette sul comparto CTZ siano risultate ampiamente positive.

Nel 2020 il volume di CTZ in scadenza sarà maggiore rispetto a quello dell’anno appena trascorso e pari a circa 32 miliardi di euro.

Per ciò che concerne il volume delle emissioni, il Tesoro sarà presente sul mercato per importi complessivi che potranno risultare in linea o marginalmente inferiori ai volumi in scadenza. Le scelte di emissione su tale comparto porranno particolare attenzione all’evoluzione della domanda sul prodotto e avverranno secondo criteri volti a favorire la liquidità e l’efficienza sul mercato secondario.

Insieme alla normale riapertura dei titoli in circolazione, all’interno del comparto dei CTZ saranno presumibilmente introdotti due nuovi titoli *benchmark*.

Infine, in linea con quanto già avvenuto negli ultimi anni, al fine di contenere l’ammontare di titoli in scadenza nel biennio 2020-2021, il Tesoro valuterà la possibilità di inserire i CTZ tra i titoli oggetto di riacquisto in eventuali operazioni di concambio o riacquisto.

III.3 I CCTEU

Nel corso degli ultimi due anni, la domanda su questo strumento ha mostrato una contrazione, da ricondurre sia al generale contesto di più elevata volatilità dei tassi all’emissione, sia al minore supporto proveniente dai volumi in scadenza che, negli ultimi due anni, hanno visto anch’essi una riduzione rispetto al passato. Al fine di agevolare il processo di normalizzazione della liquidità sul comparto e di favorire il riallineamento in termini di costo rispetto ai BTP di pari durata, il Tesoro nel 2019 ha ridotto significativamente le emissioni dei CCTeu e, al pari di quanto già avvenuto nel 2018, è più volte intervenuto tramite operazioni di concambio e di riacquisto volte a ridurre l’ammontare in circolazione dei CCTeu sulle varie scadenze. Questo ha fatto sì che, considerando anche l’importo delle numerose operazioni di riacquisto effettuate sullo strumento, diversamente da quanto previsto nelle Linee Guida dello scorso anno, le emissioni nette nel comparto dei CCTeu siano risultate ampiamente negative.

Nel 2020 verrà a scadere un solo CCTeu per un volume pari a circa 13 miliardi, importo di poco superiore a quello del 2019. Visto il ridotto importo dei titoli in scadenza, si stima che il prossimo anno le emissioni nette su tale comparto possano risultare positive.

Il Tesoro, in considerazione del particolare andamento del comparto nel corso degli ultimi due anni e al fine di soddisfare le esigenze della domanda, che ha mo-

strato distribuirsi su varie scadenze, nel corso del 2020 potrà emettere titoli *benchmark* con diversa scadenza, che ad ogni modo sarà compresa tra i 3 e i 7 anni. Pertanto, una volta che saranno stati introdotti nuovi *benchmark* sulle varie scadenze nel comparto CCTeu, in occasione di ogni ciclo d'asta, al pari di quanto avviene per i titoli indicizzati all'inflazione europea, il Tesoro si riserverà la possibilità di aprire il titolo (o i titoli) con la scadenza più idonea a soddisfare le esigenze della domanda, garantendo adeguata liquidità a tutti i punti della curva CCTeu. Il Tesoro avrà particolare attenzione affinché tale cambiamento nella modalità di emissione dei CCTeu non impatti la vita media dello stock dei titoli di Stato nel suo complesso. Nel corso del 2020 il Tesoro collocherà sul mercato almeno un nuovo titolo *benchmark* la cui scadenza sarà definita solo dopo approfondita analisi di mercato ed analizzate le preferenze degli investitori. La tempistica con cui verranno portati sul mercato i nuovi titoli sarà di norma comunicata all'interno del Programma Trimestrale e sarà decisa tenendo conto anche del flottante dei titoli in circolazione. Il volume finale di ciascuno di essi potrebbe attestarsi su livelli inferiori rispetto al circolante dei CCTeu emessi nell'ultimo triennio.

Per quanto riguarda i CCTeu non in corso di emissione (*off-the-run*), questi continueranno a poter essere offerti in un unico intervallo con gli *on-the-run*, oppure all'interno di un proprio intervallo di offerta. Inoltre, nel caso in cui lo richiedano particolari condizioni di mercato e della domanda, all'interno di un ciclo d'asta potranno essere offerti unicamente titoli non in corso di emissione.

Si ricorda, infine, che in linea con quanto avvenuto nel corso degli ultimi due anni, qualora si presentasse la necessità, i CCTeu potranno essere oggetto di operazioni di concambio e riacquisto volte sia ad alleggerire i volumi in scadenza nel prossimo biennio sia ad allentare eventuali tensioni che si dovessero manifestare sul comparto.

III.4 I BTP NOMINALI A 3 E 5 ANNI

Le emissioni del Tesoro sulla scadenza triennale del comparto dei BTP nominali si sono attestate, durante il 2019, intorno ai 32 miliardi di euro, in diminuzione rispetto all'ammontare collocato nell'anno precedente, sia in valore assoluto, pari a circa 37 miliardi di euro, che in percentuale rispetto al totale dei titoli emessi nell'anno. La riduzione di offerta sul segmento triennale è stata compensata dall'incremento di quantità emessa nel segmento dei BTP nominali con scadenza quinquennale. Infatti le emissioni lorde nel 2019 su tale segmento si sono attestate su un ammontare di circa 34 miliardi di euro, contro i circa 32 miliardi emessi nell'anno precedente. Tali scelte sono congruenti con le performance relative dei due segmenti.

Diversamente dall'approccio adottato nel 2019, nel 2020 il Tesoro calibrerà gli importi da emettere nei due segmenti per importi complessivamente non dissimili da quelli dell'anno precedente, ma con una tendenza a pesare maggiormente il segmento triennale rispetto a quello quinquennale. Pertanto, considerando che le scadenze nel 2020 saranno pari a oltre 31 miliardi e circa 30 miliardi rispettivamente per le scadenze a 3 e 5 anni, le emissioni nette su entrambi i segmenti risulteranno leggermente positive.

Per entrambi i segmenti, il Tesoro continuerà a garantire una presenza regolare e continua attraverso la riapertura degli attuali titoli in corso di emissione, fino a

quando non avranno raggiunto un flottante adeguato e tale da garantire loro una soddisfacente liquidità sul mercato secondario, e attraverso il lancio di nuovi titoli per i quali si prevede di emettere, su entrambe le scadenze, almeno due nuovi *benchmark*. L'opportunità e la tempistica con cui saranno proposti al mercato i nuovi titoli sarà valutata in modo da tener conto delle esigenze di finanziamento del Tesoro e della performance sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga. Naturalmente il mercato sarà adeguatamente informato circa la tempistica con la quale i nuovi titoli saranno proposti al mercato grazie alla pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione.

Qualora vi siano specifiche richieste da parte di investitori finali oppure al fine di garantire il buon funzionamento del mercato secondario, su entrambi i comparti il Tesoro si riserva la facoltà di offrire titoli *off-the-run* tramite asta, indifferentemente nella tornata di metà mese o fine mese e compatibilmente con le esigenze di gestione della vita media del debito. 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*.

III.5 I BTP NOMINALI A 7 E 10 ANNI

Sulla scadenza settennale del comparto dei BTP nominali le emissioni del Tesoro nel 2019 si sono attestate su livelli inferiori rispetto a quelle degli anni precedenti, pari a circa 28 miliardi di euro (contro i circa 33 miliardi del 2018). Nel 2020, le emissioni lorde sul segmento non si dovrebbero discostare troppo da quelle di quest'anno. L'obiettivo è quello di consolidare la presenza in un settore importante della curva del comparto nominale dei titoli di stato, anche ai fini dell'allungamento della vita media del debito, tenendo conto della solidità della domanda e delle condizioni di liquidità del mercato secondario.

La quota di titoli BTP sul segmento settennale rispetto allo stock dei titoli di Stato a fine 2020 sarà naturalmente in aumento, visto che il primo titolo settennale emesso scadrà solo nel 2021.

Il BTP decennale manterrà il ruolo di punto di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali italiana e, pertanto, il Tesoro continuerà a offrire tale scadenza nell'ambito delle emissioni nel comparto BTP nominale, attraverso aste regolari su base mensile. Nel 2019 sono stati emessi sul segmento circa 39 miliardi di euro attraverso aste ordinarie in aggiunta agli oltre 4 miliardi di euro tramite operazioni di concambio. Considerato che le scadenze nel comparto sono state di oltre 48 miliardi, le emissioni nette sono risultate di circa 5 miliardi negative. Nel 2020, il Tesoro prevede di rafforzare la sua presenza sul comparto decennale rispetto alle emissioni effettuate nel 2019 e tuttavia, considerato che anche per il 2020 sono previsti titoli in scadenza per circa 48 miliardi di euro, le emissioni nette potrebbero essere ancora leggermente negative anche nel 2020.

Le nuove linee che verranno emesse nel corso del prossimo anno saranno annunciate all'interno dei Programmi Trimestrali di Emissione. Per il segmento settennale si prevede che sia offerto almeno un nuovo titolo *benchmark*, mentre sul segmento decennale saranno offerti almeno due nuovi titoli. Come di consueto, prima di decidere circa l'apertura di un nuovo titolo *benchmark*, sarà effettuata

un'approfondita analisi del contesto di mercato, della capacità dello stesso di recepire un nuovo *benchmark* in asta - normalmente per volumi superiori rispetto alle ordinarie riaperture - e per verificare se il flottante complessivo dei titoli in corso di emissione sia tale da garantire anche una eventuale riapertura in momenti successivi, come *off-the-run* in asta o in operazioni di concambio.

Per entrambe le scadenze, qualora si ravvedano necessità di normalizzazione della curva dei rendimenti, fenomeni di stress su specifici titoli, forte domanda da parte degli investitori, potranno essere offerti titoli *off-the-run* sia a metà che a fine mese, comunicando un intervallo di volumi che, qualora coinvolga più titoli *off-the-run*, potrà essere anche congiunto. Resta fermo che, qualora particolari circostanze di mercato lo richiedano, tutti i titoli, siano essi *on-the-run* che *off-the-run*, potranno essere offerti con un intervallo di offerta unico.

III.6 I BTP NOMINALI A LUNGO TERMINE (15, 20, 30 E 50 ANNI)

Il 2019 è stato un anno in cui il tratto di curva dei rendimenti nominali italiana a lungo termine ha attratto una notevole domanda da parte degli investitori finali. Il Tesoro è riuscito a collocare con notevole successo un nuovo *benchmark* su ciascuno dei punti della curva (15, 20 e 30 anni) nonché riaprire, sempre con collocamento tramite consorzio di banche, l'attuale titolo con scadenza a 50 anni in corso di emissione. Complessivamente, il Tesoro ha collocato volumi per oltre 40 miliardi di euro, una cifra importante che ha rappresentato poco meno del 10% delle emissioni totali del 2019.

La politica di emissione sul comparto a lungo termine continuerà ad essere incentrata nel fornire liquidità a tutti gli strumenti a disposizione attraverso collocamenti che saranno condotti con regolarità e continuità. In ogni caso, il Tesoro offrirà al mercato, negli appuntamenti d'asta di metà mese, almeno uno dei titoli con scadenza tra i 15 ed i 30 anni e la scelta avverrà di volta in volta solo dopo aver acquisito le necessarie informazioni - attraverso canali diretti e indiretti - con gli investitori e con gli operatori più attivi su questi strumenti e considerando le dinamiche degli scambi sul mercato secondario. Il BTP con scadenza a 50 anni, invece, potrà essere offerto sia nei cicli d'asta di metà che di fine mese e solo dopo accurata analisi dell'evoluzione del mercato e delle dinamiche della domanda su tale strumento.

Naturalmente, ove dalle informazioni ricevute e dalle proprie analisi si ravvisi la necessità e l'opportunità di riaprire titoli *off-the-run*, ci si riserva la facoltà di emetterli con la massima flessibilità, cioè sia sfruttando entrambi i cicli d'asta (metà mese e fine mese), sia attraverso la possibilità di emettere congiuntamente più titoli *off-the-run*.

Le emissioni lorde in questo comparto, considerati gli eccezionali risultati conseguiti nel corso del 2019, potrebbero attestarsi su livelli più contenuti rispetto a quelli dello scorso anno. In ogni caso, anche tenuto conto della scadenza di oltre 23 miliardi del titolo a 15 anni, sul settore a lungo termine il Tesoro prevede di effettuare emissioni nette positive.

Nel 2020, il Tesoro, laddove le condizioni del mercato e della domanda si rivelino favorevoli, valuterà l'opportunità di emettere tramite sindacato di collocamento un nuovo titolo sulla scadenza a 15 e/o a 30 anni. Come di consueto, data la natura dell'operazione svolta via sindacato e al di fuori del calendario d'asta, l'annuncio di nuovi titoli nel comparto avverrà tramite i normali comunicati stampa e non saranno presenti all'interno del Programma Trimestrale di Emissione.

Su questi segmenti di curva il Tesoro continuerà a premiare l'attività svolta dai migliori operatori Specialisti in titoli di Stato che contribuiscono attivamente a partecipare al mercato primario ed a fornire liquidità e profondità sul mercato secondario attraverso la facoltà di incrementare la percentuale di ammontare offerto nei rispettivi collocamenti supplementari di un ulteriore 5%. Gli importi di diritto per ciascun Specialista su questa quota aggiuntiva verranno attribuiti per metà in ragione della performance di ogni Specialista sulla piattaforma di mercato secondario selezionata per la loro valutazione e per la restante metà sulla base della quota di primario aggiudicata nelle ultime tre aste sugli stessi segmenti.

III.7 I TITOLI INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE EUROPEA (BTP€I)

Nel corso del 2019 sul comparto dei titoli indicizzati ha continuato a pesare il generale contesto macroeconomico caratterizzato da basse aspettative di inflazione, che ha portato ad una significativa riduzione delle emissioni di tali prodotti da parte di tutti gli emittenti sovrani europei. Anche il Tesoro italiano, al fine di sostenere il comparto e di preservarne l'efficienza del funzionamento sul mercato secondario, ha condotto un'accorta politica di emissione, basata sul contenimento delle quantità offerte al mercato ma allo stesso tempo orientata a garantire la regolarità di emissione sulle varie scadenze della curva dei rendimenti reali.

Nonostante il Tesoro abbia collocato con successo mediante sindacato un nuovo titolo *benchmark* con scadenza decennale, la politica di emissione sopra menzionata ha fatto sì che il 2019 si sia concluso con emissioni nette negative, diversamente da quanto inizialmente annunciato.

Nel corso del 2020 non vi saranno BTP€i in scadenza. Tuttavia, considerando le elevate scadenze del BTP Italia (di cui si dirà nel paragrafo seguente), si stima che il peso dei titoli indicizzati all'inflazione rispetto allo stock totale dei titoli di Stato in circolazione resti pressoché invariato rispetto al 2019.

Per quanto riguarda le emissioni, anche nel 2020 il Tesoro continuerà ad essere presente sul mercato con regolarità e a distribuire mensilmente l'offerta sulle varie scadenze della curva dei rendimenti reali. Inoltre, tenendo conto dell'evoluzione del quadro macroeconomico e dell'andamento complessivo dei titoli a livello europeo, il Tesoro valuterà l'opportunità di emettere un nuovo titolo con scadenza a 5 anni e, qualora le condizioni di mercato e della domanda siano favorevoli, anche di un nuovo *benchmark* sul tratto a lungo termine della curva dei rendimenti reali.

La valutazione della possibilità di introdurre nuovi *benchmark* continuerà a tener conto delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, sia in termini di flot-

tante raggiunto da ciascuno di essi che in termini di vita residua, nonché delle caratteristiche ed evoluzione della domanda. La modalità di collocamento dei nuovi titoli con durata pari o maggiore a dieci anni sarà, come di consueto, il sindacato di collocamento.

Nel caso dell'eventuale lancio di nuovi *benchmark*, il Tesoro, sulla base dei riscontri di mercato e delle esigenze di un'ottimale gestione dei flussi di cassa, continuerà a prediligere il ciclo cedolare maggio-novembre.

Per quanto riguarda i BTP€i non in corso di emissione (*off-the-run*), questi, come di consueto, potranno essere offerti in un unico intervallo con gli *on-the-run*, oppure all'interno di un proprio intervallo di offerta.

III.8 IL BTP ITALIA

Nel corso del 2019, nonostante l'assenza di BTP Italia in scadenza e del conseguente venir meno del supporto della liquidità proveniente dai titoli scaduti, il collocamento avvenuto ad ottobre ha avuto un esito ampiamente soddisfacente, confermando l'elevato gradimento del prodotto, sia da parte di investitori privati che istituzionali.

Nel 2020 verranno a scadere due BTP Italia per un importo complessivo pari a circa 22,5 miliardi di euro.

In considerazione dell'ampio riscontro avuto nel 2019, al fine di continuare ad offrire agli investitori *retail* uno strumento di protezione dei loro risparmi e la possibilità di reinvestire la liquidità proveniente dai due titoli in scadenza, nel 2020 il Tesoro sarà presente sul mercato con almeno un'emissione di BTP Italia. Inoltre, ove se ne riscontrino le condizioni, si valuterà la possibilità di effettuare un secondo collocamento nel corso dell'anno. In considerazione della difficile prevedibilità dell'evoluzione delle condizioni di mercato e della domanda, il Tesoro si riserva la massima flessibilità nel valutare in prossimità del collocamento la scadenza più opportuna per l'emissione del nuovo titolo, che sarà ad ogni modo compresa tra i 4 e gli 8 anni.

I titoli offerti nel corso del prossimo anno presenteranno 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. I titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio. Inoltre, tali collocamenti continueranno a rimanere aperti anche agli investitori istituzionali, in considerazione dell'ampio e continuo interesse mostrato per il titolo indicizzato all'inflazione italiana sia da operatori domestici che da investitori esteri.

Infine, il Tesoro in linea con quanto già avvenuto negli ultimi due anni, si riserva di approfondire la possibilità di ricorrere ad operazioni straordinarie di gestione degli importi di BTP Italia in scadenza negli anni successivi, mediante operazioni di riacquisto o concambio, valutando la modalità più efficiente per l'esecuzione di tali operazioni. Inoltre, come avvenuto nel corso degli ultimi due anni, tali operazioni potranno essere utilizzate anche per fornire un adeguato sostegno alla liquidità e

all'efficienza del mercato secondario dei titoli di tale comparto, qualora si dovessero verificare condizioni di mercato tali da richiedere un intervento in tale direzione.

III.9 TITOLI DI STATO GREEN

Come recentemente annunciato dal Ministro dell'Economia e delle Finanze, l'Italia intende introdurre all'interno della gamma di titoli di debito che offre al mercato anche strumenti cosiddetti "green" con l'obiettivo di portare risorse finanziarie al bilancio dello Stato per sostenere investimenti nel campo della sostenibilità ambientale.

A tal fine il disegno di legge di bilancio attualmente in discussione in Parlamento prevede esplicitamente emissioni di titoli di Stato "green" proporzionate agli interventi con positivo impatto ambientale finanziati dal bilancio dello Stato e l'avvio dell'iter organizzativo necessario, a partire dall'istituzione di un Comitato interministeriale che sarà responsabile del coordinamento tra le Pubbliche Amministrazioni coinvolte nel processo di raccolta di informazioni circa l'effettiva realizzazione di tali interventi. Nella legge di bilancio viene inoltre previsto un sistema di certificazione esterna inerente la rendicontazione circa l'impatto ambientale dei medesimi interventi.

In una prima fase, infatti, verranno individuate all'interno del Bilancio dello Stato le spese eleggibili di tipo "green" sulla base di principi standard riconosciuti a livello europeo e internazionale al fine di quantificare il bacino di attività che rappresenterà il riferimento rispetto al quale commisurare i volumi di questi strumenti potenzialmente collocabili sul mercato. In una seconda fase sarà necessario porre in essere un assetto organizzativo e istituzionale adeguato che consenta di tracciare l'effettiva allocazione di risorse equiparabili ai volumi delle emissioni di debito "green" verso spese con positivo impatto ambientale.

Contestualmente a queste attività il Tesoro svolgerà approfondite analisi di mercato, soprattutto mediante un'adeguata interlocuzione con investitori specializzati nella finanza sostenibile, per pianificare tempi e modi per collocare questi nuovi strumenti.

Attraverso i consueti canali di comunicazione il Tesoro fornirà tutte le indicazioni concernenti la strategia di emissione e le modalità di collocamento nonché le caratteristiche specifiche dei titoli, soprattutto in termini di durata, che si intenderà offrire al mercato.

IV. LE OPERAZIONI DI LIABILITY MANAGEMENT: CONCAMBI, RIACQUISTI E DERIVATI

Il ricorso a operazioni straordinarie di concambio e riacquisto sarà caratterizzato da un'ampia flessibilità in termini di modalità di esecuzione, tempistiche di svolgimento, in funzione di una pluralità di obiettivi, quali la gestione del rischio di rifinanziamento, la rimodulazione del profilo delle scadenze e il sostegno alla liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli di Stato. Pertanto, in continuità con quanto avvenuto negli ultimi anni, tali operazioni continueranno ad essere effettuate tenendo conto delle condizioni del mercato secondario e con una frequenza/intensità guidata dalle situazioni di mercato specifiche, sempre tenendo conto delle finalità poc'anzi menzionate.

Per il concambio, potrà essere utilizzato sia il sistema telematico di negoziazione, sia il sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia. Non è escluso, tuttavia, che, come avvenuto nel recente passato, tali operazioni possano essere effettuate anche tramite sindacato, in considerazione della maggiore rapidità di esecuzione e della possibilità di una più efficiente allocazione del titolo in emissione tra gli investitori che ne facciano domanda. Per i riacquisti, si potrà ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia, a negoziazioni bilaterali, alla piattaforma dedicata del mercato secondario all'ingrosso, oppure, come già menzionato per il concambio, tramite operazioni sindacate.

Nel contesto dell'attività di gestione delle passività mediante strumenti finanziari derivati, il Tesoro, nel corso del 2020, continuerà la sua strategia finalizzata prevalentemente alla ristrutturazione di posizioni presenti in portafoglio, con la finalità di ottenere vantaggi da eventuali peculiari conformazioni dalla curva dei tassi d'interesse, continuando però a mantenere sotto controllo il profilo di rischio, nonché di limitare eventuali impatti negativi sui principali aggregati di finanza pubblica.

Il Tesoro continuerà a perseguire, come già accaduto negli ultimi anni, importanti obiettivi come l'allungamento della durata finanziaria del debito e la riduzione dei flussi di spesa per interessi da derivati, nonché la gestione degli impatti sul debito associati alla partenza di alcuni contratti, così come previsto dalle regole contabili europee (SEC 2010).

Per quanto concerne il progetto orientato a introdurre i contratti di garanzia nelle operazioni in derivati, previsto dal Decreto Garanzie del dicembre 2017, è stata completata l'attuazione del sistema di collateralizzazione, che ha riguardato sia operazioni in derivati in essere con un numero esiguo di controparti che presentano una rilevante esposizione creditizia verso il Tesoro, sia nuove operazioni, mediante la conclusione di contratti di Credit Support Annex con tutti gli Specialisti in titoli di Stato.

V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

Il Tesoro assicura da lungo tempo la sua presenza sui mercati internazionali mediante emissioni effettuate nei due formati *Global Bond Program* e *Medium Term Notes Program - EMTN*, che sono stati ampiamente utilizzati nel corso dell'anno appena trascorso.

Nel 2020 il Tesoro ha intenzione di proseguire con regolarità la sua attività di emissione sui mercati esteri, in quanto l'impiego di questi due strumenti permette non solo di allargare in modo considerevole la base degli acquirenti in Titoli di Stato italiani, diversificando notevolmente la distribuzione per tipologia di investitore e per provenienza geografica, ma anche di spuntare dei costi di emissione in linea con quelli ottenibili sul mercato domestico.

Come ampiamente previsto, il 2019 è stato l'anno che ha segnato il ritorno del Tesoro, dopo una assenza di nove anni, sul mercato obbligazionario in dollari statunitensi: nel mese di ottobre è stata realizzata un'emissione multi-tranche in formato *Global* con scadenze pari a 5, 10 e 30 anni per un ammontare emesso complessivo pari a 7 miliardi di dollari a fronte di una domanda totale di oltre 18 miliardi di dollari. Ciò ha permesso di ricostituire una curva in dollari americani da affiancare a quella in euro, anche se per entità non paragonabili, garantendo liquidità alle nuove emissioni e ampliando significativamente la base degli investitori istituzionali. L'ammontare attualmente in circolazione di titoli in dollari è pari a 12,5 miliardi di euro.

L'emissione del 2019 è stata preceduta da un intenso e complesso lavoro preparatorio, volto, da una parte, a individuare le migliori condizioni di mercato e a valutare le esigenze di finanziamento per concretizzare questa operazione e, dall'altra, a perfezionare i molteplici aspetti legali e organizzativi connessi al tipo di transazione.

I notevoli progressi raggiunti negli ultimi due anni con la stipula degli accordi di garanzia bilaterale, hanno reso più agevole e meno oneroso l'utilizzo degli *swap* per la copertura del rischio sia di cambio e sia di interesse, consentendo di superare uno dei vincoli che non aveva reso possibile le emissioni in valuta estera negli ultimi anni. Tramite la contestuale conclusione di *cross currency swap* assoggettati al sistema di accordi di garanzie bilaterali, il Tesoro ha quindi trasformato il debito emesso in dollari in debito sintetico in euro, allineando sostanzialmente i costi di queste operazioni a quelli sostenuti sul mercato domestico in euro.

Alla luce dei riscontri molto positivi ricevuti dagli investitori esteri e per consolidare i risultati raggiunti nel corso del 2019, il prossimo anno il Tesoro continuerà il monitoraggio dei mercati al fine di individuare il contesto finanziario ottimale per nuove emissioni in dollari, con l'obiettivo di raggiungere una platea di investitori nuova e poco presente sui titoli domestici e di realizzare una curva dei rendimenti completa e caratterizzata dalla ampia liquidità lungo tutte le scadenze. Al fine di

garantire tali standard di liquidità ai titoli emessi è stato richiesto a tutti gli Specialisti in titoli di Stato, attraverso un aggiornamento formale del “*commitment*”, di promuovere le negoziazioni dei *Global bond* sul mercato secondario.

L'intento è quello di mantenere una presenza stabile e solida sul mercato USA, lanciando nuove linee di titoli sulle scadenze che risconteranno maggiore interesse tra gli investitori, cercando così di adeguare le esigenze provenienti dal mercato alle necessità del Tesoro. Non si esclude, inoltre, la possibilità che vengano riaperti titoli in circolazione al fine di favorirne la liquidità sul mercato secondario. Tutte le emissioni verranno effettuate a costi inferiori o analoghi a quelli delle emissioni domestiche a parità di scadenza.

Come già accaduto nel 2019, eventuali nuove emissioni in formato *Global* saranno collocate mediante la costituzione di un sindacato composto generalmente da tre banche, scelte nel gruppo degli Specialisti in Titoli di Stato, che parteciperanno quali *lead managers*, mentre tutti gli altri Specialisti parteciperanno in veste di *co-lead managers*.

La scelta dei *lead managers* tra gli Specialisti tiene conto, oltre che della performance complessiva, anche specificatamente dell'attività svolta nel comparto *Global bond - Sovereign Supranational and Agencies*. Come per tutte le operazioni eseguite dal Tesoro tramite sindacato di collocamento, anche per queste operazioni verrà applicato un principio di rotazione.

In continuità con quanto accaduto nel 2019, il Tesoro valuterà attentamente anche l'opportunità di avvalersi del canale *Medium Term Notes Program - EMTN* nel corso del nuovo anno, emettendo nuovi titoli in euro o in valuta estera.

Ricorrendo a questo comparto, il Tesoro può soddisfare, mediante l'esecuzione di piazzamenti realizzati sotto forma di emissione pubblica o privata, le peculiari proposte avanzate da uno o più investitori ai *dealers*, approfittando anche dell'ampia flessibilità in termini di struttura, scadenza e valute che caratterizza questa tipologia di operazioni e cercando di non sovrapporsi ai tradizionali collocamenti domestici.

Restano invariati rispetto agli anni passati i tre vincoli che le richieste (*reverse enquiry*) devono rispettare per diventare oggetto di valutazione da parte del Tesoro: scadenza non inferiore a tre anni, ammontare minimo di 200 milioni di euro e importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro.

Si ricorda, al riguardo, che nel 2019 sono state concluse due emissioni sotto programma EMTN, una con scadenza a 4 anni in Yen giapponesi nel mese di marzo e un'altra in euro a 20 anni, indicizzata all'inflazione europea nel mese di ottobre, entrambe dirette a soddisfare specifiche richieste e a ottenere un arbitraggio rispetto ai titoli domestici teorici di pari scadenza.

Il Tesoro continuerà il costante e approfondito monitoraggio dei mercati, esaminando e selezionando accuratamente le richieste ricevute, e indirizzerà l'attenzione verso le soluzioni più efficienti, anche in valuta estera o su scadenze molto lunghe, al fine di cogliere le migliori condizioni finanziarie e di ottenere vantaggi economici in termini di costo, evitando allo stesso tempo ripercussioni sul programma di emissione domestico.