



Dipartimento
del Tesoro

A cura della direzione II

Linee guida della gestione del debito pubblico 2021



© Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2020
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 2021 ..	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 e i BTP <i>Short Term</i>	15
III.3 I CCTEU	16
III.4 I BTP nominali a 3 e 5 anni	17
III.5 I BTP nominali a 7 e 10 anni	18
III.6 I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni)	20
III.7 I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i)	21
III.8 IL BTP ITALIA	22
III.9 IL BTP FUTURA	23
III.10 TITOLI DI STATO <i>GREEN</i>	24
IV. LE OPERAZIONI DI LIABILITY MANAGEMENT: CONCAMBI, RIACQUISTI, EMISSIONI TAP E DERIVATI.....	26
V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI	28

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 2021. 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 2020, nel contesto dell'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica del periodo, si rimanda al Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico del 2020 che verrà pubblicato durante il 2021.

I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2021

I.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

L'anno che sta per chiudersi ha rappresentato una sfida senza precedenti anche dal punto di vista della gestione del debito pubblico e del finanziamento delle necessità finanziarie del bilancio dello Stato. La pandemia COVID-19 ha inizialmente causato un repentino e violento aumento della volatilità sui mercati finanziari e poi generato, in tutti i paesi, la necessità di un maggiore ricorso al mercato dei capitali. Ciò ha comportato, tra l'altro, l'adattamento e la revisione delle scelte di politica di emissione e gestione, tanto da indurre il Tesoro ad aggiornare le proprie Linee Guida nello scorso mese di aprile.

La pandemia e le misure di contenimento della prima ondata hanno portato a una sostanziale chiusura delle attività produttive, estesi progressivamente alla quasi totalità dei paesi sviluppati, determinando una marcata contrazione economica, con cali del Prodotto Interno Lordo dei primi due trimestri che hanno segnato il record negativo dal secondo dopoguerra. Di contro, la progressiva riduzione dei contagi e l'adozione di misure specifiche di maggior sicurezza nei luoghi di lavoro, hanno permesso che il terzo trimestre del 2020 segnasse un notevole rimbalzo dell'attività economica, seguito da un rallentamento nell'ultimo trimestre, a causa delle nuove restrizioni conseguenti la seconda ondata di contagi. Il 2020 sarà contrassegnato, quindi, da una diminuzione del PIL di una grandezza mai sperimentata negli ultimi decenni, sia a livello globale che di singolo paese.

In questo quadro così straordinario, alle già favorevoli condizioni finanziarie, frutto di politiche monetarie accomodanti, si sono aggiunte risposte delle Banche Centrali altrettanto straordinarie, che nell'area Euro si sono sostanziate principalmente nel lancio del PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Program*), affiancato al programma di acquisto di *asset* già in corso (APP) che è stato prolungato, e in altre misure che hanno dato un contributo decisivo alla riduzione della volatilità sui mercati e alla generalizzata riduzione dei rendimenti su tutte le curve dei rendimenti governative. In tale contesto, anche la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha sperimentato una marcata riduzione in valore assoluto che si è accompagnata ad una compressione degli *spread* verso gli altri emittenti, sia *core* che periferici, e, in maniera molto significativa, ad un appiattimento della pendenza, con una positiva performance relativa della parte medio-lunga della curva stessa.

L'interazione delle politiche monetarie poste in essere dalla BCE, a cui si sono aggiunte le iniziative senza precedenti dell'Unione Europea, sia sul lato delle regole fiscali sia, soprattutto, con i programmi di sostegno e rilancio delle economie continentali, da subito con il programma *SURE* e, nel prossimo futuro, con l'ambizioso programma *Next Generation EU*, hanno ristabilito un clima costruttivo sui mercati

finanziari e la riduzione dei rendimenti ha spinto diverse categorie di investitori ad allungare il loro orizzonte d'investimento, producendo un'ulteriore spinta al ribasso soprattutto sul tratto medio-lungo della curva dei rendimenti.

Nel contesto delineato, pur in presenza di un notevole aumento delle emissioni, la gestione del debito ha consentito di ridurre il costo medio all'emissione, che nel 2020 è stato pari allo 0,59%, 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 ad un livello nell'intorno del 2,4%. Se si considerano anche i prestiti nell'ambito del Programma *SURE*, il costo medio all'emissione è sceso sino allo 0,57%.

Le condizioni del mercato e le scelte di gestione hanno anche consentito di continuare a incrementare la vita media del debito che alla fine del 2020, relativamente allo stock di titoli di Stato, è stata pari a 6,95 anni (7,02 anni se si considerano anche i prestiti nell'ambito del Programma *SURE*), un dato superiore a quello di fine 2019 pari a 6,87 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 diversi nuovi titoli *benchmark* nominali (10, 15, 20 e due nuovi BTP 30 anni). 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 2021 le esigenze di finanziamento saranno determinate dalle scadenze dei titoli in circolazione che, al netto dei BOT, saranno pari a 222 miliardi di euro nonché dal nuovo fabbisogno del settore statale dell'anno che, in base alle stime preliminari coerenti con il *Draft Budgetary Plan 2021* dello scorso ottobre, dovrebbe attestarsi intorno ai 145 miliardi di euro. Oltre che nel programma delle emissioni nazionali, queste esigenze finanziarie troveranno copertura anche nelle risorse europee, quali quelle relative al programma *SURE* (per poco oltre 10 miliardi di euro) e quelle provenienti dalla componente prestiti del pacchetto *Recovery and Resiliency Facility* nell'ambito del programma *Next Generation EU*.

Dal punto di vista macroeconomico il 2021, in base alle informazioni attualmente disponibili, dovrebbe essere caratterizzato dal progressivo superamento della pandemia e da una conseguente ripresa economica. Tuttavia, l'evoluzione dei tassi europei e sul debito italiano dovrebbe continuare a essere influenzata dalla politica accomodante della BCE e dalla ricerca di rendimenti da parte degli investitori internazionali.

In questo contesto, la politica di emissione e gestione del debito nel 2021 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;
- d) rendere maggiormente efficiente la gestione delle giacenze liquide del Tesoro anche mediante una maggiore diversificazione degli strumenti a disposizione.

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 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, gestire il profilo dei rimborsi degli anni futuri nonché contribuire a ridurre il costo medio del debito in circolazione;
- 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) il proseguimento dell'offerta dedicata agli investitori *retail*, volta ad ampliare la loro partecipazione diretta al debito pubblico;
- f) la predisposizione di tutti gli interventi organizzativi e di mercato per l'avvio delle emissioni di titoli di Stato di tipo "*green*";
- g) l'introduzione dei nuovi BTP *Short Term*, un nuovo titolo nominale con cedola, con scadenza compresa tra 18 e 30 mesi, che nel corso dell'anno sostituirà l'emissione dei CTZ.

Si ricorda che nel Rapporto sul Debito Pubblico 2020 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 2021 sarà come di consueto volta al perseguimento della massima trasparenza sia nella definizione della strategia che delle specifiche scelte di emissione. Naturalmente, l'obiettivo della trasparenza viene sempre temperato 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.

Nel merito, le informazioni concernenti la gestione del debito troveranno sede non solo in queste Linee Guida, ma nelle ulteriori pubblicazioni periodiche, quali il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di emissione. Inoltre, come accaduto nel corso del 2020, nel caso il particolare contesto macroeconomico e/o di mercato renda opportuno apportare modifiche rilevanti alla propria politica di emissione, il Tesoro comunicherà tempestivamente tali cambiamenti tramite un opportuno aggiornamento del presente documento.

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 2021, 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 con scadenza fino a 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 CTZ e BTP nominali con scadenza fino a 10 anni 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 2021 comunque prevede la possibilità che, in alcune sporadiche occasioni, l'asta BOT e/o dei titoli a medio-lungo termine non seguano 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.

La data di svolgimento dei collocamenti supplementari riservati agli operatori Specialisti sarà presente all'interno dei Comunicati di emissione e comunque, di norma, tali collocamenti verranno svolti il pomeriggio del giorno lavorativo successivo a quello in cui si è tenuta l'asta ordinaria. Sempre per quanto concerne i collocamenti supplementari, le quote delle riaperture riservate agli Specialisti continueranno ad essere di norma pari al 30% per le prime *tranche* e pari al 15% per le *tranche* successive. Tuttavia, così come annunciato nell'aggiornamento delle Linee Guida di aprile 2020, sulla definizione delle quote relative alle *tranche* successive alla prima, il Tesoro continuerà ad avvalersi di alcuni elementi di flessibilità. In particolare, il Tesoro si riserva la facoltà di scegliere di volta in volta di aumentare discrezionalmente la quota delle riaperture dei titoli nominali e indicizzati all'inflazione, a prescindere dalla loro vita residua. Anche in questo caso, tale decisione verrà resa nota nei comunicati stampa recanti l'annuncio delle aste ordinarie. Per quanto concerne la metodologia di calcolo dell'importo di diritto per ogni Specialista sulla quota aggiuntiva rispetto a quella standard del 15%, tale diritto verrà calcolato per metà sulla base della performance svolta dallo Specialista sul mercato secondario elettronico di riferimento e per la restante metà sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e 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 2021 non subirà 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 e 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 o dei BTP *Short Term* (su cui si tornerà in seguito).

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 o dei BTP *Short Term*, 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 2021 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	
CTZ (FINO AD INTRODUZIONE DEI BTP SHORT TERM)		X
BTP SHORT TERM (A PARTIRE DALLA FINE DELLE EMISSIONI 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 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

Le esigenze di finanziamento aggiuntivo connesse all'emergenza epidemiologica da Covid-19, scaturite dall'attuazione da parte del Governo di misure straordinarie per il potenziamento del servizio sanitario nazionale e di sostegno economico per famiglie, lavoratori e imprese, hanno determinato nel corso del 2020, tra gli altri impatti sulla gestione del debito, sia un aumento delle emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) rispetto alle previsioni iniziali, sia il ritorno all'offerta di scadenze diverse da quelle convenzionali a 6 e a 12 mesi.

L'incremento del livello quantitativo delle emissioni effettuate nel 2020 comunque non avrà impatti significativi sulle scadenze di BOT nel 2021, rispetto al 2020, grazie ad una gestione delle emissioni effettuate nello scorso anno che ha privilegiato l'emissione di titoli diversi da quelli a 6 e 12 mesi con scadenze tendenzialmente ricomprese all'interno del 2020 stesso e tali quindi da non pesare sull'anno successivo.

Il Tesoro procederà regolarmente con le emissioni sulle scadenze a 6 e 12 mesi e, qualora le esigenze di cassa dovessero richiederlo e non si riscontrasse la possibilità o l'opportunità di soddisfarle con titoli a medio-lungo termine, si riserverà la facoltà di presentarsi sul mercato anche con emissioni di BOT non convenzionali come quelli con scadenza trimestrale, o con riaperture di BOT già in circolazione o con i c.d. BOT flessibili, con durata diversa legata a specifiche esigenze di gestione della liquidità.

I BOT annuali e semestrali saranno pertanto offerti con regolarità ed i relativi importi saranno coerenti con quelli in scadenza. Sia per titoli a 6 che a 12 mesi, il Tesoro si avvarrà delle aste ordinarie che saranno seguite dalle 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, sarà 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. Tale operatività prevede un'attività quotidiana attraverso lo svolgimento di operazioni d'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 finanziario, il programma di operazioni d'impiego o raccolta svolte tramite asta quotidiana rimarrà sospesa. Contestualmente, si continuerà nell'attività di negoziazione bilaterale d'impiego della liquidità, con durate tendenzialmente superiori al giorno, al fine ottimizzarne la gestione e migliorarne la redditività, in un'ottica di gestione dei rischi di controparte.

Nel corso del 2021 il Tesoro amplierà gli strumenti a propria disposizione per la gestione della liquidità, sia in raccolta che in impiego, attraverso strumenti di pronti contro termine (Repo). In caso di esecuzioni di Repo con finalità di raccolta della liquidità, il Tesoro fornirà titoli di Stato che avrà preliminarmente costituito nel proprio portafoglio. Tale portafoglio sarà costituito da tranches di titoli di Stato già in circolazione, prevalentemente del comparto BTP nominale. Le operazioni Repo saranno eseguite tramite l'apposito segmento del mercato regolamentato all'ingrosso *MTS Italy* e quindi, a differenza delle operazioni Optes, tutti gli operatori ivi partecipanti potranno essere controparti con il Tesoro. Tale attività sarà svolta in modo tale da non alterare l'ordinato svolgimento delle negoziazioni nonché l'efficienza del mercato secondario.

Il Tesoro, inoltre, grazie alla revisione del programma delle *Commercial Paper* (CP) avvenuta nel corso del 2020 che ha comportato anche l'ottenimento della "STEP label", potrebbe tornare ad avvalersi di tale strumento, offrendo carta commerciale in euro o in altra valuta, per conseguire la massima flessibilità in termini di ammontari in emissione e varietà di scadenze, requisiti essenziali per una puntuale e più efficiente gestione della liquidità. Il ricorso alle CP sarà finalizzato anche a incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine offerti dal Tesoro.

III.2 I CTZ 24 MESI E I BTP Short Term

Nonostante il Tesoro avesse inizialmente pianificato di essere presente sul mercato con un volume di emissioni pressoché in linea con l'importo in scadenza, pari a circa 32 miliardi di euro, l'aumento degli importi in emissione generato dalle maggiori necessità di finanziamento connesse alla crisi da Covid-19, ha fatto sì che nel corso del 2020 le emissioni nette sul comparto CTZ siano risultate positive. Tuttavia,

la domanda sullo strumento, nel particolare contesto di tassi negativi che ha caratterizzato il comparto nella seconda parte dell'anno, ha risentito del suo carattere prettamente domestico, determinando un rilevante e persistente disallineamento di costo rispetto al BTP di pari durata.

Al fine di tener conto delle particolari caratteristiche della domanda su tale comparto, di ampliare la platea degli investitori e di evitare disallineamenti tra strumenti di pari durata, durante il 2021 le emissioni di CTZ saranno sostituite da emissioni di una nuova tipologia di BTP, denominata *BTP Short Term*, con cedola fissa e una scadenza compresa tra 18 e 30 mesi.

Le emissioni di *BTP Short Term*, che avranno luogo quindi ogni fine mese insieme ai BTP€i, saranno di un importo inferiore rispetto al volume di CTZ emesso nel 2020 e saranno volte principalmente a coprire l'importo del CTZ in scadenza, pari a 29,5 miliardi di euro. Pertanto le emissioni di *BTP Short Term*, al netto del rimborso delle scadenze CTZ, nel 2021 potranno risultare nulle o marginalmente negative. Di *BTP Short Term* ne saranno presumibilmente introdotti due nuovi *benchmark* lungo l'anno. Analogamente ai CTZ il Tesoro darà adeguata informativa circa la tempistica con la quale i nuovi titoli *BTP Short Term* saranno proposti al mercato attraverso la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione. Anche la modalità d'asta sarà quella dei CTZ, ossia di tipo marginale.

In linea con quanto già avvenuto negli ultimi anni, al fine di contenere l'ammontare di titoli in scadenza nel biennio 2021-2022, 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

Al pari di quanto avvenuto nel corso dei due anni precedenti, anche nel 2020 il Tesoro ha posto particolare attenzione al sostegno del comparto CCTeu, sia tramite un'accorta politica di emissione basata su una maggiore flessibilità nella scelta della scadenza del titolo e sull'alleggerimento degli importi in emissione, sia tramite operazioni di concambio e di riacquisto volte a ridurre l'ammontare in circolazione dei CCTeu sulle varie scadenze.

Coerentemente con tale politica di emissione, che per il primo anno ha visto emettere un nuovo *benchmark* con scadenza a 5 anni, le necessità di finanziamento aggiuntivo scaturite dalla crisi da Covid-19 non sono state soddisfatte tramite l'emissione di importi superiori su tale comparto. Pertanto, in linea con quanto previsto ad inizio anno, a fine 2020 le emissioni nette di CCTeu sono risultate solo lievemente positive, dato che dipende dal ridotto volume in scadenza nell'anno.

Vista la politica di emissione adottata e la flessibilità introdotta nella scelta di volta in volta della scadenza più idonea alla soddisfazione delle esigenze della domanda, e considerato l'aumento della domanda da parte degli investitori di cui ha beneficiato tutta la parte centrale della curva BTP, il 2020 ha visto una parziale

normalizzazione del costo del CCTeu rispetto al BTP di pari durata, nonché una riduzione del disallineamento verificatosi negli ultimi anni.

La politica di emissione del Tesoro su tale comparto, in considerazione dei risultati raggiunti, si manterrà in linea con quella dell'anno appena trascorso, e continuerà a basarsi sul contenimento dei volumi in offerta, avvalendosi al tempo stesso ad ogni collocamento mensile via asta della flessibilità di scegliere la scadenza più idonea a soddisfare le esigenze della domanda. Nel 2021 non vi saranno CCTeu in scadenza, pertanto le emissioni nette su tale strumento risulteranno necessariamente positive. Per quanto riguarda il volume dei titoli in offerta, in continuità con la politica adottata negli ultimi anni, nel 2021 questo sarà leggermente inferiore a quello offerto nel corso dell'anno appena concluso.

Nel corso del 2021 il Tesoro collocherà sul mercato almeno un nuovo titolo *benchmark* la cui scadenza sarà compresa tra i 3 e i 7 anni e sarà definita solo dopo un'approfondita analisi di mercato ed analisi delle 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 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

Durante il 2020 sulla scadenza triennale del comparto dei BTP nominali, le emissioni del Tesoro si sono attestate intorno ai 50 miliardi di euro, in aumento rispetto all'ammontare collocato nell'anno precedente sia in valore assoluto, pari a circa 32 miliardi di euro, che in percentuale rispetto al totale dei titoli emessi nell'anno. Anche il segmento quinquennale dei BTP nominali ha registrato un incremento delle emissioni lorde, che si sono attestate intorno ai 47 miliardi di euro, contro i circa 34 miliardi di euro dell'anno precedente, mentre la percentuale rispetto al totale dei titoli emessi è rimasta pressoché invariata. Sebbene inizialmente il Tesoro intendesse essere presente sul mercato con volumi di emissione in linea con quelli del 2019 e leggermente al di sopra delle scadenze, il crescente fabbisogno finanziario scaturito dalla crisi da Covid-19 ha reso necessario su entrambi i segmenti un incremento delle emissioni che, al netto delle scadenze, sono risultate ampiamente positive su entrambe le scadenze.

Nel 2021, le scelte di emissione del Tesoro saranno improntate ad un maggior bilanciamento degli importi complessivamente emessi nei due segmenti, e comunque per volumi inferiori rispetto a quelli dello scorso anno. Tenuto conto che nel corso del prossimo anno le scadenze saranno pari a circa 28,5 miliardi e 30 miliardi rispettivamente per il BTP triennale e quinquennale, si stima che le emissioni nette risultino comunque positive su entrambe le scadenze.

Il Tesoro continuerà a garantire una presenza regolare e continua mediante 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 questi ultimi saranno proposti al mercato sarà valutata sulla base delle esigenze di finanziamento del Tesoro e della performance sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga. In ogni caso, sarà data adeguata informativa circa la tempistica con la quale i nuovi titoli saranno proposti al mercato attraverso la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione.

La modalità ordinaria di offerta dei nuovi *benchmark* su tali scadenze rimarrà l'asta marginale. Analogamente a quanto già avvenuto nel 2020 sulla scadenza a 5 anni, in casi eccezionali, qualora le particolari condizioni di mercato e della domanda dovessero rendere necessario che l'ammontare delle prime *tranche* sia ben distribuito tra gli investitori finali e di dimensione tale da garantire sin da subito un'adeguata performance sul mercato secondario, il Tesoro potrà valutare il ricorso al sindacato di collocamento.

Inoltre, per garantire il buon funzionamento del mercato secondario o in presenza di specifiche richieste da parte di investitori finali, 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. Infine, 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

Il maggior volume di emissioni scaturito dalle necessità di finanziamento connesse alla crisi da Covid-19, si è riversato sulla scadenza settennale in misura limitata rispetto ad altre scadenze del comparto dei BTP nominali. Il Tesoro infatti, ha calibrato gli importi in emissione al fine di tener conto delle condizioni della domanda e della liquidità del mercato secondario. Nel 2020 le emissioni lorde sul BTP a 7 anni si infatti sono attestare intorno ai 35 miliardi di euro, ammontare che, seppur in valore assoluto sia aumentato rispetto ai circa 28 miliardi di euro emessi nel 2019, è risultato lievemente in riduzione in percentuale rispetto al volume complessivamente emesso.

Nel corso del 2021 verranno a scadere i primi due titoli settennali emessi rispettivamente nel 2013 e nel 2014, per un importo pari a circa 32 miliardi di euro. Per quanto riguarda il volume in emissione, con l'obiettivo di consolidare la presenza del Tesoro in un settore importante della curva dei BTP nominali anche ai fini

dell'allungamento della vita media del debito, nel 2021 esso sarà presumibilmente in linea con quello dell'anno appena trascorso. Pertanto, si prevede un ammontare di emissioni nette lievemente positivo, mentre dopo anni di continuo aumento a causa dell'assenza di scadenze sul settore a 7 anni, il 2021 sarà il primo anno che vedrà una sostanziale stabilizzazione della quota di titoli BTP sul segmento settennale rispetto allo stock dei titoli di Stato.

Il BTP decennale, al pari degli anni passati, manterrà il ruolo di punto di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali italiana e, pertanto, il Tesoro continuerà a offrire tale scadenza attraverso aste regolari su base mensile. Nel 2020 sono stati emessi sul segmento circa 50 miliardi di euro attraverso aste ordinarie in aggiunta ai 14 miliardi di euro emessi tramite sindacato. Visto il buon andamento della domanda da parte degli investitori su tale scadenza, il Tesoro ha dunque deciso di distribuire una rilevante parte delle necessità di finanziamento aggiuntivo sulla scadenza decennale, con emissioni nette che, contrariamente a quanto previsto ad inizio anno, sono risultate ampiamente positive.

Nel 2021 verrà a scadere un ammontare di BTP decennali pari a circa 47,5 miliardi di euro, in linea con quello del 2020. Per quanto riguarda il volume di emissioni, sebbene questo in valore assoluto risulterà inferiore a quello dell'anno appena trascorso, il peso che il BTP decennale avrà rispetto al totale delle emissioni nel corso del 2021 sarà in linea con quello del 2020. Pertanto, anche nel 2021 si stima che le emissioni nette su tale segmento risulteranno ampiamente positive.

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, sebbene la modalità ordinaria di lancio di nuovi *benchmark* rimanga l'asta, il Tesoro, qualora ne ravvisi le condizioni, potrebbe valutare, al pari di quanto avvenuto con il BTP decennale nel 2020, di emettere nuovi titoli anche tramite il sindacato di collocamento.

Infine, 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)

Nel corso del 2020, le emissioni sul segmento a lungo termine hanno ottenuto ottimi risultati, attraendo una notevole domanda da parte degli investitori finali. Il Tesoro è riuscito a collocare con successo un nuovo *benchmark* sulle scadenze a 15 e 20 anni e ben due nuovi titoli sul tratto trentennale della curva, nonché riaprire, sempre con collocamento tramite consorzio di banche, il titolo con scadenza a 30 anni emesso ad inizio anno. Nel complesso, in ragione delle accresciute esigenze di raccolta, le emissioni sul tratto a lungo termine hanno superato i 60 miliardi di euro, rispetto agli oltre 40 miliardi di euro dell'anno precedente, con una percentuale sulle emissioni totali in incremento rispetto alla già rilevante quota raggiunta nel 2019.

In linea con gli anni passati, anche nel 2021 la politica di emissione sul comparto a lungo termine continuerà ad incentrarsi sul fornire liquidità a tutti gli strumenti disponibili attraverso collocamenti che saranno condotti con regolarità e continuità. Nelle aste di metà mese, il Tesoro offrirà al mercato almeno uno dei titoli con scadenza compresa tra 15 e 30 anni, scegliendo di volta in volta sulla base di valutazioni che terranno conto delle informazioni acquisite - 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. Diversamente, il BTP con scadenza a 50 anni potrà essere offerto sia nei cicli d'asta di metà mese che in quelli di fine mese, a seguito di attente analisi dell'evoluzione del mercato e delle dinamiche della domanda su tale strumento.

Naturalmente, qualora dalle informazioni ricevute e dalle analisi interne si ravvisi la necessità e l'opportunità di riaprire uno o più titoli *off-the-run*, il Tesoro si riserva la facoltà di emetterli con la massima flessibilità, potendo cioè sia sfruttare entrambi i cicli d'asta (metà mese e fine mese), sia ricorrere ad emissioni congiunte di titoli *off-the-run*.

Nel 2021 le emissioni lorde del comparto a lungo termine, considerando le eccezionali esigenze di provvista nel corso del 2020, potrebbero attestarsi su livelli più contenuti rispetto a quelli dello scorso anno, pur mantenendo stabile il peso che i BTP nominali a lungo termine avranno sul totale delle emissioni. In ogni caso, considerando l'assenza di scadenze di titoli a 20 e 30 anni, il Tesoro prevede di effettuare emissioni nette positive su tali segmenti, mentre per il segmento a 15 anni, per il quale nel corso del 2021 verrà a scadere un importo significativo, pari a circa 25 miliardi di euro, si stimano emissioni nette negative.

Il Tesoro, inoltre, valuterà l'opportunità di emettere tramite sindacato di collocamento nuovi titoli sulle varie scadenze *benchmark* di questo comparto, laddove le condizioni del mercato e della domanda si rivelino favorevoli. 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 comunicati stampa e non saranno presenti all'interno del Programma Trimestrale di Emissione.

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

Nel corso del 2020, lo scoppio della crisi, dapprima sanitaria dovuta al diffondersi dell'epidemia da Covid-19 tramutata poi in crisi economica e finanziaria, ha appesantito il generale contesto macroeconomico caratterizzato da basse aspettative di inflazione, portando ad una significativa riduzione delle emissioni dei titoli indicizzati da parte di tutti gli emittenti sovrani europei.

In questo contesto, il Tesoro italiano, considerate le condizioni di mercato e di domanda non favorevoli, non ha ritenuto opportuno collocare il nuovo titolo *benchmark* sul tratto a lungo termine della curva dei rendimenti reali.

Non essendoci stati BTP€i in scadenza nel corso del 2020, l'anno si è concluso come previsto con emissioni nette positive sul comparto, pari a circa 12,5 miliardi.

Nel 2021 verrà invece a scadere un unico titolo BTP€i per un ammontare pari a circa 19 miliardi.

Per quanto riguarda il volume di emissioni, nonostante si stimi un volume maggiore di emissioni di BTP€i in termini assoluti rispetto al 2020, visto il rilevante ammontare delle scadenze, a fine 2021 si prevede che le emissioni nette su tale comparto risulteranno negative.

Ad ogni modo, l'offerta su tale comparto calibrerà attentamente i volumi in emissione al fine di tener conto dell'evoluzione del contesto macroeconomico e della domanda

Inoltre, si stima che il peso dei titoli indicizzati all'inflazione rispetto allo stock totale dei titoli di Stato in circolazione resti pressoché invariato, coerentemente con le politiche di gestione del debito relative al contenimento del rischio di inflazione.

Per quanto riguarda le emissioni, anche nel 2021 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, qualora le condizioni di mercato e della domanda siano favorevoli, il Tesoro valuterà l'opportunità di emettere un nuovo titolo 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 flottante 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. Per i titoli con durata inferiore a dieci anni, la modalità ordinaria di collocamento rimarrà l'asta. Nel caso in cui le particolari condizioni di mercato e della domanda dovessero rendere necessario che l'ammontare delle prime *tranche* sia ben distribuito tra gli investitori finali e di dimensione tale da garantire sin da subito un'adeguata performance sul mercato secondario, il Tesoro potrà valutare il ricorso al sindacato di collocamento anche per il lancio di nuovi titoli con durata inferiore ai dieci anni.

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

Giunto alla sedicesima emissione, nel corso del 2020 il BTP Italia ha dimostrato ancora una volta di essere un prodotto di ampio gradimento sia per gli investitori *retail* che istituzionali. Il collocamento di maggio, il cui ricavato è stato destinato alla copertura del fabbisogno finanziario connesso ai provvedimenti varati dal Governo per fronteggiare la crisi sanitaria ed economico-finanziaria conseguente alla pandemia da Covid-19, ha infatti avuto un esito oltre le aspettative, segnando un record in termini di ammontare complessivo emesso, pari a circa 22,3 miliardi di euro.

A differenza dell'anno appena trascorso, che ha visto scadere ben due BTP Italia per un importo complessivo di circa 22,4 miliardi di euro, nel 2021 non vi saranno BTP Italia in scadenza. Pertanto, con l'intento di soddisfare il più possibile la crescente domanda degli investitori *retail* ed al fine di continuare a fornire uno strumento di protezione dei loro risparmi, il Tesoro valuterà la possibilità di effettuare un'emissione di BTP Italia nel corso dell'anno. Considerando la difficile prevedibilità dell'evoluzione delle condizioni di mercato, 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 comunque compresa tra i 4 e gli 8 anni.

In ogni caso, i titoli eventualmente offerti nel corso del prossimo anno presenteranno le medesime caratteristiche finanziarie di quelli 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 fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. Il BTP Italia continuerà ad essere eventualmente emesso 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 sul circuito stesso della piattaforma, avvalendosi del supporto di banche *dealer* scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. In tali circostanze, il collocamento continuerà a prevedere una prima fase riservata al *retail* ed una seconda fase aperta 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, in linea con quanto già avvenuto negli ultimi anni, il Tesoro 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 la loro esecuzione. Queste 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 che richiedano un intervento in tale direzione.

III.9 IL BTP FUTURA

Coerentemente con quanto annunciato nell'aggiornamento alle Linee Guida del Debito Pubblico di aprile 2020, il Tesoro ha introdotto un nuovo strumento dedicato esclusivamente agli investitori *retail*, il BTP Futura. Concepito appunto per "il futuro del Paese", il nuovo titolo è nato con l'esplicito obiettivo di contribuire alla copertura del fabbisogno finanziario connesso ai provvedimenti varati dal Governo per fronteggiare la crisi sanitaria ed economico-finanziaria conseguente alla pandemia da Covid-19.

I BTP Futura sono gli unici Titoli di Stato riservati esclusivamente al mercato *retail* e si contraddistinguono per l'innovativa struttura cedolare, pensata per premiare i risparmiatori che li detengono fino a scadenza. Le cedole nominali, pagate semestralmente, sono infatti calcolate in base ad una serie di tassi prefissati e crescenti nel tempo, secondo il meccanismo "step-up", con rendimenti minimi garantiti. La serie dei tassi minimi viene comunicata prima dell'emissione e, alla chiusura della stessa, può essere confermata o rivista esclusivamente al rialzo. Analogamente ai BTP Italia, è previsto un premio fedeltà corrisposto a chi acquista il titolo nei giorni dell'emissione e lo detiene fino a scadenza. Tale premio ha un valore minimo garantito fissato all'1% del capitale investito, ma può crescere fino alla quota massima prestabilita del 3% in funzione della media del tasso di crescita annuo del PIL italiano, individuato in base alle rilevazioni ISTAT durante il periodo di vita del titolo stesso.

Il collocamento dei BTP Futura avviene sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio, avvalendosi del supporto alla raccolta ordini di banche *dealer* scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato.

Nell'anno appena trascorso, le due emissioni di luglio e novembre del BTP Futura sono state ben accolte dal mercato, dimostrando un elevato gradimento del prodotto da parte di una vasta platea di investitori individuali. In considerazione dell'ottimo riscontro avuto nel 2020, al fine di continuare ad offrire agli investitori *retail* uno strumento di tutela dei propri risparmi e sostenere la ripresa del Paese, nel 2021 il Tesoro sarà presente sul mercato con almeno un'emissione del BTP Futura. Inoltre, ove se ne riscontrino le condizioni ed in ragione delle esigenze di finanziamento, si valuterà la possibilità di effettuare un secondo collocamento nel corso dell'anno. Tenuto conto dell'imprevedibile 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 non inferiore a 8 anni.

I titoli offerti nel corso del prossimo anno presenteranno le stesse caratteristiche finanziarie di quelli già presenti sul mercato: cedole semestrali fissate in base ad una serie di tassi nominali crescenti nel tempo (step-up), rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza al valore nominale e premio fedeltà legato alla crescita del Pil italiano per gli investitori che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. I titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT.

Inoltre, continueranno ad essere esclusi dai collocamenti gli investitori istituzionali, trattandosi di un titolo riservato esclusivamente ai risparmiatori individuali e affini.

III.10 TITOLI DI STATO GREEN

Così come annunciato lo scorso anno dal Ministro dell'Economia e delle Finanze e in linea con quanto previsto dalla legge di bilancio per il 2020, il Tesoro ha proseguito nell'iter organizzativo che permetterà anche alla Repubblica Italiana di entrare nel mercato della finanza sostenibile con la prima emissione nell'anno 2021 del titolo di Stato *green* dedicato al finanziamento di spese con positivo impatto ambientale.

Coerentemente con quanto previsto dalla legge di bilancio, è stato istituito con il DPCM del 9 ottobre 2020 il Comitato Interministeriale incaricato di individuare e recepire dalle PP.AA. competenti le informazioni circa le spese effettuate da fornire agli investitori dei titoli, nonché le modalità e le relative tempistiche di trasmissione delle stesse. Il Comitato si è insediato e ha iniziato i propri lavori alla fine di novembre 2020.

È in fase avanzata la predisposizione del quadro regolatorio e organizzativo di riferimento per l'emissione di titoli *green*, il cosiddetto *Green Bond Framework*, da parte dello Stato italiano. In base a quanto previsto da questo strumento, che sarà a disposizione del mercato a partire dall'inizio dell'anno 2021, verrà resa nota, a beneficio di investitori e *stakeholders*, la strategia ambientale del paese nonché i meccanismi essenziali che accompagneranno ogni singola l'emissione: i criteri di selezione delle spese *green* presenti nel bilancio dello Stato, l'uso del ricavato delle varie emissioni, il monitoraggio delle spese nonché l'impatto ambientale delle stesse. Inoltre, in analogia con le *best practice* di mercato già adottate da altri emittenti sovrani, il *Green Bond Framework* riceverà una *Second Party Opinion* dall'organismo indipendente di valutazione selezionato dal Tesoro.

La strutturazione dell'emissione farà riferimento ai principi internazionali redatti dall'ICMA (International Capital Market Association) ma terrà in considerazione per quanto possibile anche le raccomandazioni per l'applicazione dei *Green Bond Standard* dell'Unione Europea - coerenti con il Regolamento Tassonomia dell'UE n. 852/2020 del 18 giugno 2020 - emanate del Technical Expert Group (TEG) della Commissione Europea¹.

A valle dell'individuazione della massa critica di spese eleggibili con positivo impatto ambientale, si predisporranno tutti gli strumenti necessari a tracciare l'effettiva allocazione delle risorse equiparabili ai volumi delle emissioni di debito *green* verso i progetti "verdi" in forma coerente con le migliori prassi europee di rendicontazione dell'allocazione dei proventi. In linea con quanto previsto dalla

¹ Si fa riferimento in particolare alla *Usability Guide dei Green Bond Standard* pubblicati dal TEG nel marzo 2019. Tuttavia a livello europeo è attualmente in corso l'elaborazione di una normativa secondaria (atti delegati) per l'implementazione del Regolamento Tassonomia che dovrebbe chiudersi alla fine del 2021.

legge di bilancio sarà, inoltre, predisposto un sistema di certificazione esterna inerente la rendicontazione circa l'impatto ambientale dei medesimi interventi.

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, EMISSIONI TAP E DERIVATI

Nel corso del 2021, il Tesoro continuerà ad avvalersi di operazioni straordinarie, quali concambi e riacquisti, riservate agli Specialisti in titoli di Stato. Il ricorso a tali operazioni sarà caratterizzato da una ancora più ampia flessibilità in termini di modalità di esecuzione e tempistiche di svolgimento, mantenendo una pluralità di obiettivi, quali la gestione del rischio di rifinanziamento, la rimodulazione del profilo delle scadenze, il sostegno alla liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli di Stato nonché la riduzione del costo medio pagato dal Tesoro sui titoli in circolazione. 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 da specifiche situazioni di mercato.

Il concambio potrà essere svolto utilizzando il sistema telematico di negoziazione o 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. Sempre al fine di gestire situazioni specifiche, in linea con quanto sperimentato negli ultimi anni, il Tesoro si potrebbe avvalere di modalità di emissione peculiari quali l'utilizzo di quantitativi difforni tra le due gambe dell'operazione o l'emissione di più titoli a fronte del riacquisto di un unico titolo di Stato.

Per le operazioni di riacquisto, il Tesoro di volta in volta potrà valutare di ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia, a negoziazioni bilaterali oppure ad operazioni da svolgersi tramite la piattaforma dedicata del mercato secondario all'ingrosso. Infine, come già menzionato per il concambio, non è esclusa la possibilità di fare uso a operazioni sindacate.

Nell'ambito delle operazioni straordinarie, nel 2021 il Tesoro continuerà ad avvalersi della nuova *facility* introdotta nel corso del 2020, le cosiddette emissioni TAP, che rappresenteranno un importante strumento a supporto del programma di finanziamento del Tesoro e attraverso le quali si potranno effettuare emissioni di uno o più titoli *off-the-run*, tendenzialmente nelle settimane libere da aste di titoli di Stato già calendarizzate. L'opportunità e la tipologia di titoli da offrire, verranno ponderate con l'obiettivo di soddisfare specifiche richieste del mercato e le esigenze della domanda verso particolari titoli. Lo svolgimento delle emissioni TAP avverrà tramite l'utilizzo del sistema telematico di negoziazione.

Con riferimento all'attività di gestione delle passività mediante l'utilizzo di strumenti finanziari derivati, il Tesoro, nel corso del prossimo anno, proseguirà nella sua strategia volta al contenimento del costo complessivo dell'indebitamento gestendo una protezione attiva dai rischi sottesi al portafoglio di debito, in particolare i rischi di tasso d'interesse e di cambio, e contribuendo altresì ad un efficientamento del profilo costo-rischio in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

L'impiego degli strumenti derivati, ancillare/subordinato alla politica di emissione è da espletarsi mediante l'esecuzione di nuove transazioni e/o tramite il ricorso a ristrutturazioni di posizioni presenti in portafoglio.

Considerato l'attuale contesto finanziario caratterizzato da tassi *swap* su livelli estremamente contenuti, ai minimi storici, il Tesoro, in continuità con quanto accaduto in passato, valuterà la possibilità di eseguire nuove operazioni in derivati di tipo *interest rate swap* su lunghe scadenze, con il duplice obiettivo di mitigare l'esposizione al rischio tasso d'interesse e di allungare la *duration* complessiva del debito nel suo complesso, contribuendo altresì alla riduzione del tasso medio pagato sul sotto-portafoglio di *interest rate swap* (IRS) dedicato alla gestione della *duration*. Le eventuali nuove operazioni saranno finalizzate a una strategia di *macro-hedge*, a protezione da un rialzo dei tassi di interesse su parte del portafoglio di emissioni domestiche a tasso variabile, senza necessariamente creare una copertura puntuale titolo-derivato.

Data una presenza ormai ristabilita sul mercato del dollaro e all'interesse manifestato anche per emissioni in altre valute, il Tesoro continuerà a fare ricorso allo strumento del *cross currency swap*, per trasformare le passività in valuta estera in passività sintetiche denominate in euro, in modo da contenerne il più possibile gli oneri economici e da coprirsi dal rischio di cambio.

Infine, il Tesoro continuerà a monitorare le operazioni in essere del portafoglio derivati, ricorrendo alla trasformazione del loro profilo finanziario e/o alla loro chiusura, a fronte di un'accurata valutazione circa la funzionalità di ciascuna nell'ambito della gestione delle passività. Il Tesoro potrà, quindi, procedere alla rimodulazione/rinegoziazione di alcune posizioni esistenti, sfruttando il più possibile eventuali favorevoli contesti di mercato, con lo scopo di ricavarne un miglioramento in termini di impatto contabile sul debito e/o di oneri finanziari. Nel perseguire questa strategia, infatti, il Tesoro gestirà la propria operatività anche in relazione a quanto previsto dalle regole definite in ambito europeo in merito al trattamento statistico-contabile di strumenti finanziari derivati (SEC 2010).

V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

Il *Global Bond Program* e il *Medium Term Note Program* sono i due canali mediante i quali il Tesoro ha stabilito nel corso degli anni una significativa presenza sui mercati internazionali.

L'utilizzo di tali modalità di finanziamento in affiancamento al programma di emissione domestico è finalizzato all'ampliamento della platea degli investitori istituzionali, rendendo possibile il coinvolgimento anche di operatori del tutto nuovi per il debito pubblico italiano e secondariamente al contenimento dei costi rispetto alle "tradizionali" tipologie di emissione.

Con riferimento al 2020, nonostante l'elevata volatilità e l'incertezza derivanti dall'emergenza Covid-19, il Tesoro è riuscito a perfezionare una nuova emissione in dollari americani nel secondo semestre e a concretizzare diverse richieste di piazzamenti privati durante il 2020, sfruttando al meglio le potenzialità tipiche di tali formati previsti per l'attività sui mercati esteri anche in un contesto così difficile.

Nello specifico, il canale **Global Bond**, riservato a investitori di elevato profilo e distribuito in ogni area geografica del mondo, è tornato a rivestire un ruolo strategico nella gestione del debito italiano, permettendo di differenziare in misura considerevole la base degli acquirenti del debito e di rafforzare il collegamento con alcuni investitori, soprattutto statunitensi, anche con riferimento a strumenti finanziari domestici.

Il Tesoro ha emesso nel mese di novembre un nuovo Global bond con scadenza nel febbraio 2026, incrementando il circolante complessivo in dollari, pari a 15,5 miliardi, e rispettando l'impegno assunto in occasione dell'emissione *multi-tranche* del 2019 volto a mantenere una presenza costante nel comparto e a creare una curva dei rendimenti completa e liquida.

La strategia per i prossimi dodici mesi, considerati sia i riscontri positivi in termini di domanda sia l'allineamento della documentazione ai requisiti richiesti dalla *Security Exchange Commission (SEC)* statunitense, sarà orientata a consolidare il ruolo di *frequent issuer* garantendo una frequenza costante delle operazioni sotto questo formato.

Pertanto, il Tesoro continuerà il suo attento e costante monitoraggio del mercato al fine sia di garantire una buona *performance* dei titoli emessi sia di valutare la fattibilità del lancio di nuove emissioni, dando così continuità e prevedibilità alle emissioni nel corso del 2021. Sfruttando le opportunità che si presenteranno, il Tesoro punterà a rendere più completa la curva dei rendimenti in USD, da affiancare alla curva in euro, assicurando anche la liquidità necessaria a tutti i segmenti. In questa prospettiva il Tesoro focalizzerà l'attenzione non solo su scadenze *benchmark*, ma, compatibilmente con le opportunità offerte dal mercato, anche su segmenti non convenzionali.

La valutazione della possibilità di emettere su nuove scadenze, anche non *standard*, terrà conto sia dell'evoluzione della domanda (preferenze degli investitori su

punti diversi della curva) sia della *performance* dei titoli esistenti, prestando attenzione ai differenziali rilevati rispetto ai livelli dei titoli domestici di pari scadenza.

L'emissione di uno o più titoli - single o multi tranche - avverrà tramite il consueto canale dei sindacati di collocamento, con la partecipazione di tre Specialisti in titoli di Stato in qualità di *lead managers* e gli altri Specialisti, in parte o in toto, prenderanno parte all'operazione in qualità di *co-lead managers*. Parimenti a quanto accaduto in occasione delle transazioni degli ultimi due anni, il Tesoro potrà organizzare, prima del lancio di nuovi titoli, *Global Investor Call* per fornire aggiornamenti agli investitori e ricevere *feedback* rilevanti e di supporto alle successive emissioni.

Il Tesoro si riserverà, inoltre, la possibilità di effettuare anche operazioni di riapertura di titoli esistenti, in modo da alimentarne ulteriormente la liquidità. Al fine di continuare a migliorare il grado di liquidità dei titoli che vengono immessi sul mercato, l'attività di monitoraggio dell'impegno a quotare e scambiare gli stessi sul mercato secondario da parte degli Specialisti verrà ulteriormente consolidata in modo anche da aumentarne la rilevanza nella scelta dei *lead-managers* delle varie emissioni.

Infine, per attenuare i rischi di tasso cambio e di tasso d'interesse connessi all'esecuzione di nuovi bond, si concluderanno operazioni di *cross currency swap* sottoposte a *Credit Support Annex*, scegliendo, tra le controparti in derivati del Tesoro, quelle che garantiranno un livello maggiormente contenuto dei costi di copertura ed un alto grado di efficienza nell'operatività.

Il canale ***Medium Term Note Program***, attivo dal 1998, viene largamente impiegato per soddisfare peculiari richieste avanzate dagli investitori tramite gli Specialisti in Titoli di Stato, sotto forma di emissione pubblica o di collocamento privato. Tramite questo formato si possono concretizzare nuove emissioni di titoli con differenti strutture, a tasso fisso o variabile, in euro o in valuta estera, nominali o indicizzati all'inflazione europea, a seconda delle opportunità di volta in volta offerte dal contesto finanziario.

Nel corso del 2020 il Tesoro ha concluso cinque nuovi piazzamenti privati, di cui quattro di tipo *zero coupon*, e uno ventennale a tasso variabile.

Anche nel prossimo anno il Tesoro si avvarrà di questo importante canale, beneficiando dell'elevata flessibilità che lo caratterizza non solo con riferimento a struttura, scadenze e valuta, ma anche in termini di modalità di esecuzione e di tempistiche.

Come negli anni passati non hanno subito variazioni i tre requisiti minimi che le richieste 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. I piazzamenti privati nascono da *reverse enquiry*, ovvero rispondono a specifiche richieste da parte di investitori istituzionali che difficilmente potrebbero essere soddisfatte mediante i canali ordinari di emissione e si basano su una strategia *buy and hold*, ossia i titoli vengono acquistati con la finalità di detenerli in portafoglio fino a scadenza.

La principale finalità di tale emissione è riconducibile alla fidelizzazione dell'investitore, e secondariamente al perseguimento di una eventuale riduzione dei costi di finanziamento rispetto ai titoli domestici di pari scadenza e con medesime caratteristiche.

Il Tesoro esaminerà con attenzione le richieste ricevute, indirizzando le proprie scelte verso quelle maggiormente rispondenti agli obiettivi gestionali del debito, evitando al contempo sovrapposizioni con il programma di emissione in formato pubblico.