

2015

Linee guida
della gestione del debito pubblico



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico

Anno 2015

Sommario

PREMESSA	3
IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI PER IL 2015	4
Introduzione.....	4
a) L'anno 2014.....	4
b) L'anno 2015.....	7
IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	10
1. Il Calendario Annuale, la periodicità delle aste e i programmi trimestrali di emissione.....	10
2. I titoli nominali a tasso fisso e variabile	13
a) I BOT e la gestione della liquidità.....	13
b) I CTZ a 24 mesi	14
c) I CCTeu/ CCT	15
d) I BTP nominali a 3 e 5 anni	16
e) I BTP nominali a 7 anni.....	16
f) I BTP nominali a 10 anni.....	17
g) I BTP nominali a lungo termine (15 e 30 anni)	17
3. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i).....	18
IL BTP ITALIA.....	20
EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	21
LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO	22

PREMESSA

Il presente documento illustra le Linee Guida della gestione del Debito Pubblico per l'anno 2015. In base ad una prassi ormai consolidata, con questo documento il Dipartimento del Tesoro intende fornire una guida ai partecipanti al mercato dei titoli di Stato circa la strategia di emissione che verrà perseguita nel corso del prossimo anno, al fine di rendere sempre più chiare le motivazioni alla base delle scelte che verranno effettuate di volta in volta dal Tesoro sul mercato del debito sovrano. Come di consueto, le indicazioni qui illustrate dovranno essere valutate e ponderate rispetto alle condizioni che si manifesteranno sui mercati finanziari internazionali e degli effetti di queste ultime sulle scelte degli operatori e degli investitori nei confronti dell'ampia gamma di strumenti offerti dal Tesoro. Infine, va ricordato che le Linee Guida permettono ai partecipanti al mercato di conoscere in modo sintetico e diretto le principali innovazioni che verranno introdotte nel corso del prossimo anno e le ragioni che le hanno determinate.

IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI PER IL 2015

Introduzione

a) L'anno 2014

Il 2014 si chiude come un anno estremamente positivo per il mercato del debito pubblico italiano, sia per l'emittente, che ha conseguito risultati ampiamente soddisfacenti sotto il profilo del costo delle emissioni nonché della loro composizione, che per gli investitori, sul piano della *performance* dei titoli di Stato detenuti in portafoglio.

Rispetto al 2013, infatti, non solo è proseguito, ma si è ulteriormente consolidato il processo di normalizzazione del mercato primario e secondario dei titoli di Stato, dopo la fase di intensa turbolenza che ha interessato buona parte del biennio 2011-2012, processo che fino allo scorso anno ancora non aveva investito pienamente tutti i comparti del debito e i principali meccanismi di funzionamento di mercato. Una veduta di insieme degli eventi e delle dinamiche che hanno interessato il debito pubblico italiano nel 2014 consente di individuare alcune tendenze di fondo che lo hanno caratterizzato, tendenze tra loro ampiamente interconnesse:

- a) la continua riduzione dei rendimenti di mercato dei titoli di Stato, che è stata determinata da una contestuale discesa, da un lato, del livello generale dei tassi di interesse in Europa per via di un contesto macroeconomico di bassa crescita e bassa inflazione e, dall'altro, del differenziale tra i tassi sul debito italiano e quelli osservati sul mercato monetario e sul debito pubblico di altri paesi dell'area euro, *in primis* la Germania;
- b) un significativo incremento della liquidità sul mercato secondario dei titoli di Stato in tutte le sue componenti, ma con particolare riferimento alle piattaforme di negoziazione elettronica, caratterizzate per definizione da maggiore trasparenza, incremento riconducibile almeno in parte ad una partecipazione più sistematica degli investitori esteri;
- c) un ritorno crescente di interesse su comparti del debito particolarmente penalizzati nel periodo 2011-12 quali i titoli indicizzati all'inflazione (in particolare i BTP€i) e i titoli a tasso variabile (in particolare i CCTeu), la cui *performance* durante l'anno è risultata pienamente in linea con gli altri strumenti offerti dal Tesoro, consentendo a quest'ultimo di poter contare in misura più consistente su questi segmenti nell'esecuzione della sua strategia di emissione.

La discesa dei rendimenti è stata continua durante tutto l'anno, anche se ha interessato in misura decisamente più intensa le scadenze a medio-lungo termine, a partire da quella a 5 anni: confrontando i livelli attuali con quelli dello scorso gennaio, la dimensione della riduzione si è

attestata tra i 150 ed i 200 punti base a seconda delle specifiche scadenze. Meno marcata è stata l'evoluzione sulle scadenze più brevi, tra i 60 ed i 100 punti base, che peraltro ha registrato una stabilizzazione dei livelli verso la fine di agosto, visto anche che in questo segmento di curva il percorso di riduzione si era ampiamente dispiegato già a partire dalla seconda metà del 2012. Pertanto nel 2014 si è assistito ad un fenomeno di appiattimento della curva dei rendimenti dei titoli di Stato sul segmento di scadenze tra 1 e 10 anni: un fenomeno assolutamente privo di riscontri negli anni precedenti, sia per dimensioni che per continuità durante l'intero anno, che deve molto della sua intensità al livello storicamente molto basso dei tassi di interesse, che ha evidentemente spinto molti investitori, in particolare quelli esteri (ma non solo), ad un ribilanciamento dei loro portafogli verso scadenze più lunghe.

Il calo dei tassi durante l'anno va ricondotto sicuramente alla situazione macroeconomica generale a livello europeo, che ha mostrato un rallentamento della crescita economica e un vistoso calo delle aspettative di inflazione, e alle conseguenti iniezioni di liquidità ad opera della Banca Centrale Europea, ma anche ad un miglioramento della percezione del rischio di credito dell'Italia, dal momento che i differenziali di rendimento contro la Germania e i tassi del mercato monetario sono anch'essi scesi in modo non trascurabile (sulla scadenza 10 anni il differenziale Italia-Germania è passato da circa 200 punti base agli attuali 135 circa). Negli ultimi mesi il fenomeno è divenuto ancora più pronunciato per effetto delle crescenti aspettative che la BCE possa ricorrere ad interventi diretti sul mercato secondario dei titoli governativi dell'area euro.

Durante questa lunga fase di calo dei tassi non sono ovviamente mancati momenti di discontinuità, talvolta anche molto significativi, come in alcuni giorni dei mesi di maggio e ottobre quando i tassi sono tornati a salire repentinamente, o durante i mesi di agosto e settembre, che hanno visto una crescita della volatilità dei corsi dei titoli. In alcuni casi si è trattato di eventi da ricondursi a notizie di natura politica o finanziaria, in altri casi a fattori più propriamente di mercato, quali l'esigenza di monetizzare i realizzi dopo molti mesi di performance positiva. Tuttavia questi fenomeni, sebbene non siano da sottovalutare, non hanno in alcun modo alterato le tendenze di fondo che ha consentito al Tesoro di finanziarsi nel 2014 ad un costo medio ponderato dell'1,35%, minimo storico assoluto, raggiunto in un anno in cui, sebbene le emissioni totali siano state inferiori a quelle del 2013, quelle a medio-lungo termine (con scadenza superiore all'anno) sono state lievemente superiori. In questo senso il Tesoro ha potuto beneficiare della conformazione della curva dei rendimenti, con una presenza in emissione significativa su tutte le scadenze a più lungo termine: oltre a quella a 10 anni, è stata resa regolare anche quella a 7 anni con emissioni mensili, mentre contestualmente si è proceduto al lancio di un nuovo titolo nominale a 15 anni ed è stata garantita una presenza continua sulla scadenza 30 anni con diverse riaperture del titolo di riferimento.

D'altra parte il miglioramento delle condizioni di mercato ha consentito al Tesoro di proseguire, anche nel 2014, il processo di riduzione delle emissioni a breve termine, in linea con la strategia di allungamento della vita media del debito. Le emissioni BOT in circolazione si assesteranno quindi a fine anno intorno al 7% dei titoli di Stato, oltre un punto percentuale in meno dello scorso anno.

Il mercato secondario ha beneficiato notevolmente di questo andamento ed ha esso stesso contribuito a consolidarne gli effetti. Grazie anche alla presenza di una più ampia base di investitori internazionali, i volumi scambiati sono notevolmente aumentati, in particolare su quelle sedi di negoziazione multilaterali caratterizzate da maggiore trasparenza, come la piattaforma elettronica. E' particolarmente aumentata l'attività sul mercato telematico all'ingrosso, dove il valore medio dei contratti negoziati giornalmente è quasi raddoppiato rispetto al 2013, grazie anche ad un'attività di quotazione tornata verso standard di efficienza comparabili a quelli vigenti prima della crisi del debito sovrano, standard resi possibili da un livello medio di volatilità in netta discesa. In tale contesto si sono ridotte molto significativamente, fino sostanzialmente a scomparire, situazioni di dislocazione della curva dei rendimenti con riferimento a singoli titoli: la maggiore liquidità del mercato secondario ha consentito infatti agli operatori di neutralizzare queste situazioni grazie ai minori costi di transazione connessi con l'attività di negoziazione in acquisto e vendita.

A fronte di questo quadro non va tuttavia trascurato il deciso incremento di reattività dell'attività di *market making* ad aumenti repentini e temporanei della volatilità dei titoli: gli effetti ancora non esauriti della crisi finanziaria sulla capacità di assorbimento del rischio da parte delle banche di investimento, nonché quelli derivanti dall'entrata in vigore attuale o prospettica di un vasto insieme di norme in materia di regolamentazione bancaria e finanziaria a livello europeo e internazionale, si sono tradotti *de facto* in un potenziale indebolimento dell'abilità dei *dealer* di fronteggiare escursioni di mercato molto intense. Quanto accaduto nei pochi giorni di maggio e ottobre prima richiamati in qualche modo lo testimonia, sebbene anche in quelle fasi il mercato del debito pubblico italiano abbia garantito accettabili standard di liquidità e profondità.

Il terzo aspetto maggiormente rilevante che ha caratterizzato la gestione del debito nel 2014 è stata la piena normalizzazione del mercato dei titoli indicizzati all'inflazione dell'area euro, i BTP€i, e dei CCTeu, due segmenti la cui ripresa in termini di *performance*, volumi scambiati, e interesse degli investitori domestici ed internazionali era già in essere nel 2013, ma che nell'anno in corso ha evidenziato un ulteriore miglioramento. Per quanto riguarda i BTP€i, il Tesoro ha non solo aumentato l'offerta al mercato, offrendo anche un nuovo a titolo a 10 anni atteso da tempo, ma è anche tornato ad emettere su tutta la curva dei tassi reali, inclusa la scadenza trentennale, rimasta preclusa per diversi anni. I corsi dei CCTeu si sono riallineati a quelli degli equivalenti titoli BTP a tasso fisso e, in molti casi, i titoli in corso di emissione hanno registrato una *performance* migliore dei BTP di pari scadenza, segno di un forte ritorno di interesse da parte soprattutto di investitori

istituzionali domestici, interesse che il Tesoro ha assecondato aumentando l'offerta e allungando gradualmente la scadenza all'emissione dei nuovi titoli all'interno del *range* preannunciato lo scorso anno tra i 5 ed i 7 anni (l'ultimo emesso nel 2014 è stato aperto con una scadenza di oltre 6 anni).

Nell'ambito delle emissioni internazionali è continuata l'offerta di piazzamenti privati realizzata per soddisfare esigenze di investitori istituzionali con un profilo di lungo termine. In particolare sono state eseguite due operazioni sul segmento dell'inflazione europea, una a gennaio e una in ottobre, con scadenza rispettivamente a 30 e 14 anni, che hanno consentito di intercettare domanda non presente sui titoli del programma pubblico e a condizioni di costo più vantaggiose per l'emittente rispetto ai titoli di pari scadenza di tale programma.

b) L'anno 2015

In considerazione della molteplicità di fattori macroeconomici e di mercato che potranno avere un impatto significativo sul mercato dei titoli di Stato, la gestione del debito pubblico nel 2015 non potrà che essere guidata da un'impostazione volta a combinare elementi di ampia regolarità e prevedibilità con idonei margini di flessibilità in modo da garantire livelli di efficienza adeguati sia al mercato primario che a quello secondario, a fronte dei vari eventi che si dispiegheranno nel corso dei prossimi dodici mesi. Il finanziamento del rimborso dei titoli in scadenza e del fabbisogno di cassa del Settore Statale verrà effettuato seguendo una strategia coerente con l'andamento di mercato ma fortemente ancorata all'obiettivo della minimizzazione dei costi di emissione e del contenimento dell'esposizione del debito ai principali rischi di mercato. Dopo un anno in cui la vita media del debito, coerentemente con quanto annunciato nelle Linee Guida dello scorso anno, ha sostanzialmente terminato la sua discesa, nel 2015 l'obiettivo è di incrementarla, sempre tenendo conto della dimensione assoluta dello stock dei titoli in circolazione, che tende a dilatare i tempi per il conseguimento di questo risultato.

In analogia agli scorsi anni, le Linee Guida per il 2015 hanno lo scopo di illustrare il dettaglio della politica di emissione per il 2015 sui vari strumenti offerti dal Tesoro, segnalando in particolare le eventuali innovazioni che verranno introdotte.

La prima tra queste innovazioni è sicuramente nel Calendario Annuale, che sebbene non preveda alcuno spostamento nei cicli d'asta e confermi il posizionamento delle diverse linee offerte negli appuntamenti di metà e fine mese, introduce un regolamento più breve di un giorno per le aste CTZ e BTPEi in modo da allineare pienamente l'intervallo di regolamento di tutti i collocamenti via asta

con quello del mercato secondario che, a partire da ottobre 2014, è passato a T+2 per tutte le negoziazioni che avvengono su piattaforme elettroniche.

Per il resto, negli appuntamenti di metà mese vengono confermate le aste dei BTP a 3 e 7 anni e uno o più titoli della parte lunga della curva dei rendimenti con scadenza superiore ai 10 anni, siano essi *on-the-run* o *off-the-run*, che potranno essere annunciati in un intervallo unico o separato a seconda dello status.

A fine mese, come di consueto, verranno proposti i BTP a 5 e 10 anni insieme con il CCTeu che, se le condizioni di mercato lo consentiranno, potrà essere offerto con una scadenza all'emissione iniziale fino a 7 anni, ma comunque non inferiore ai 5 anni. Non è escluso che il CCTeu in corso di emissione possa essere affiancato o sostituito da CCTeu *off-the-run*; come in passato, in caso di emissione multipla i titoli verranno annunciati in un intervallo unico di offerta, indipendentemente dallo status di *on-the-run* e *off-the-run*.

Al di là dell'innovazione dell'intervallo di regolamento, i BTP€i, con la sola eccezione dei mesi di giugno e dicembre, continueranno ad essere offerti regolarmente a fine mese insieme con i CTZ, valutando l'opportunità di introdurre nuovi *benchmark* ove necessario, ma facendo in modo che i volumi complessivamente proposti al mercato siano compatibili con l'obiettivo di controllare l'esposizione totale all'inflazione: nel 2015, infatti, non vi sono titoli del comparto in scadenza.

L'opportunità di emettere titoli *off-the-run* sarà presa in considerazione anche nel 2015, al fine di assecondare esigenze di domanda per specifici titoli, nonché minimizzare potenziali distorsioni sul mercato secondario a questi riconducibili.

Considerato lo stock dei titoli già in essere, nel 2015 il Tesoro si impegna a garantire almeno un'emissione di BTP Italia dedicata agli investitori *retail*, individuati secondo lo schema introdotto nelle ultime due emissioni. Per gli investitori istituzionali sarà condotta un'approfondita analisi di mercato per valutare se esistono le condizioni per continuare a prevedere una finestra di emissione a loro dedicata nell'ambito dei collocamenti destinati al *retail*, come avvenuto finora, o invece individuare un prodotto a loro dedicato con scadenza più lunga, con un meccanismo di indicizzazione uguale ai BTP Italia o ai BTP€i, da collocare mediante sindacazione con formato pubblico o privato. In quest'ultimo caso, laddove si scelga il formato pubblico, la decisione sarà strettamente legata al verificarsi di condizioni che consentano l'avvio di un programma di emissione.

Il 2015 vedrà una presenza significativa del Tesoro sul mercato monetario, in particolare attraverso le emissioni dei BOT sulle varie scadenze, con volumi complessivi in emissione che dovrebbero

portare ad uno stock di fine 2015 non distante dal livello finale del 2014. Anche a tal fine, le riaperture dei BOT riservate agli Specialisti in titoli di Stato continueranno ad essere di norma pari al 10% dell'ammontare offerto nell'asta principale (contro il 15 o 30% dei titoli a medio e lungo termine).

Nel 2015, inoltre, il Tesoro continuerà a monitorare le diverse opportunità di emissione “non domestiche”, sia nel formato *Global Bond Program*, dove potrebbe delinearsi un contesto complessivo migliore del 2014, sia nell'ambito del *Medium Term Note Program*, dove l'approccio sarà analogo a quello fin qui seguito, con la disponibilità a soddisfare l'eventuale domanda emergente da investitori istituzionali - soprattutto su scadenze lunghe - e con riguardo alle considerazioni sopra riportate circa emissioni indicizzate all'inflazione domestica dedicate a specifici investitori istituzionali.

Infine, anche nel prossimo anno le operazioni di concambio e *buyback* continueranno ad essere proposte con continuità, al fine ridurre i volumi in scadenza nei prossimi anni, gestire eventuali eccedenze di cassa e venire incontro a potenziali esigenze del mercato relativamente a specifici titoli.

IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA

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

Le date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato nel corso del 2015 sono indicate, come di consueto, nel Calendario Annuale, pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), nel quale sono riportate, oltre alle date d'asta, anche le date di annuncio e di regolamento delle diverse tipologie di titoli in offerta.

La tempistica con la quale verranno comunicate al mercato le aste dei titoli continuerà ad essere la medesima degli ultimi anni: tre giorni prima dell'asta vi sarà un unico comunicato in cui si annunceranno sia i titoli in offerta che i relativi quantitativi.

Se, come detto, non vi saranno modifiche nella tempistica degli annunci delle aste, tuttavia verrà introdotta un'importante innovazione concernente la tempistica del regolamento delle aste: salvo pochi casi particolari, peraltro già considerati nel Calendario Annuale, i giorni di regolamento di tutte le aste saranno allineati a quelli del mercato secondario, cadranno cioè due giorni lavorativi successivi alla data dell'asta (T+2), in analogia a quanto già avviene dal 6 ottobre 2014 per le transazioni di secondario concluse su tutte le piattaforme elettroniche di negoziazione dell'Eurozona. Tale rimodulazione mira ad omogeneizzare le prassi di mercato per rendere l'operatività più fluida ed efficiente, in linea coi nuovi standard europei.

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

Tabella 1: Calendario annuncio asta e data di regolamento

Tipologia di titolo	Data annuncio 2014	Asta	Data Regolamento asta
BOT	T-3	T	T+2
CTZ	T-3	T	T+2
BTP€i	T-3	T	T+2
BTP/CCT/CCTeu	T-3	T	T+2

Per quanto riguarda la cadenza delle emissioni, i BOT a 12 mesi e a 6 mesi manterranno la tradizionale collocazione, rispettivamente nelle aste di metà mese e di fine mese. L'eventuale emissione dei titoli trimestrali e dei cosiddetti BOT flessibili continuerà ad essere strettamente legata alle esigenze di cassa del Tesoro. I BOT a 3 mesi saranno eventualmente collocati contemporaneamente agli annuali, mentre gli strumenti flessibili potranno essere offerti indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese.

La sequenza della tipologia di titoli offerti in ogni ciclo d'asta non prevede revisioni né per gli appuntamenti di metà mese né per quelli di fine mese. In particolare, i titoli *on-the-run* a medio-lungo termine proposti su base mensile nelle aste di metà mese saranno i BTP a 3 e 7 anni e, ove ricorrano le condizioni, i BTP sulle scadenze a 15 e 30 anni, mentre nelle aste di fine mese continueranno ad essere offerti i BTP a 5 e 10 anni insieme ai CCTeu.

Per quanto riguarda le aste di BTPei e CTZ 24 mesi, queste continueranno a svolgersi mensilmente nello stesso giorno, negli appuntamenti di fine mese secondo le date riportate nel Calendario Annuale. Tuttavia queste categorie di titoli, essendo le uniche ad essere interessate dalla modifica al regolamento dell'asta a T+2, regoleranno nel penultimo giorno del mese in cui si svolge l'asta e non più l'ultimo giorno come è stato fino a tutto il 2014.

Anche per il 2015 il Tesoro si riserva di condurre eventuali aste di titoli *off-the-run* con la massima flessibilità, in termini sia di scelta dei titoli sia di frequenza con cui saranno proposti al mercato, avendo come obiettivo quello di garantire l'ottimale funzionamento del mercato secondario, rimuovendo le distorsioni sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato che occasionalmente si verificassero e contestualmente soddisfacendo specifiche esigenze della domanda che dovessero emergere verso titoli non più in corso di emissione. Pertanto, analogamente al 2014, le emissioni di tali titoli potranno effettuarsi sia nella tornata di metà mese che in quella di fine mese, in modo da garantire al Tesoro la più ampia flessibilità di scelta e tempestività d'intervento.

Inoltre, in particolari condizioni di mercato e in via del tutto eccezionale, rimane la possibilità che i titoli *off-the-run* possano essere offerti congiuntamente nello stesso intervallo di emissione insieme ai titoli BTP *benchmark* in corso di emissione (*on-the-run*).

Il Tesoro potrà avvalersi della possibilità, in casi del tutto eccezionali, qualora lo richiedano particolari esigenze di liquidità, di funzionamento e/o di domanda del mercato, di 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 una approfondita consultazione dei partecipanti al mercato, saranno annunciati attraverso i consueti canali di comunicazione.

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

Tabella 2: Periodicità delle aste

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

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

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

2. I titoli nominali a tasso fisso e variabile

a) I BOT e la gestione della liquidità

Come di consueto, le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) saranno condotte sulle scadenze tradizionali a 3, 6 e 12 mesi, cui potranno affiancarsi scadenze flessibili per esigenze di gestione della liquidità.

Dopo un 2014 in cui il Tesoro è riuscito a ridurre di oltre 15 miliardi lo stock di BOT in circolazione, nel 2015 il ricorso agli strumenti a breve termine potrà essere leggermente più pronunciato, anche per via delle maggiori scadenze a medio-lungo termine che caratterizzano l'anno.

I BOT annuali e semestrali saranno comunque offerti con regolarità, rispettivamente a metà e alla fine di ogni mese, e gli importi verranno determinati in funzione delle sopra citate finalità, nonché della domanda e delle condizioni di mercato.

Per entrambe le scadenze a 6 e 12 mesi il Tesoro continuerà ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato. L'ammontare della riapertura sarà di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria, come già disposto a partire dal 2014; il suddetto 10% sarà parametrato alla performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e a quella del mercato secondario, equamente ripartite. Il Tesoro manterrà la facoltà di modificare tale percentuale in occasione di ciascuna asta, in relazione alle condizioni di mercato e alle esigenze di domanda espresse dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi sul segmento BOT; il Tesoro, comunque, ricorrerà a questa misura in via episodica e, in tal caso, diramerà un apposito comunicato stampa.

I titoli trimestrali, così come i BOT emessi con durate differenti da quelle standard, saranno eventualmente offerti in relazione alle esigenze di cassa. Peraltro, il Tesoro prevede di fare un limitato ricorso a tali strumenti nel 2015.

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 con il metodo d'asta inaugurato nel 2009, che prevede la presentazione delle offerte in termini di rendimento (anziché di prezzo), confermando inoltre la possibilità per gli operatori di inserire fino a 5 richieste per ciascun BOT offerto, come avviene dal 2010.

Il programma di emissioni a breve termine potrà essere integrato attraverso emissioni di *Commercial Paper* (CP), strumenti del mercato monetario utili per gestire sfasamenti di cassa temporanei che si presentano in corso d'anno. Tale programma, caratterizzato dall'estrema flessibilità in termini di quantità e scadenze, è uno strumento da utilizzare come corollario all'attività ordinaria d'asta BOT.

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

b) I CTZ a 24 mesi

Nel 2015, il comparto CTZ a 24 mesi non presenterà particolari novità riguardo le modalità di emissione e continuerà ad essere proposto al mercato secondo modalità standard, ovvero con asta marginale e taglio discrezionale del prezzo da parte del Tesoro all'interno di un intervallo quantitativo definito da un minimo e massimo in offerta, secondo un approccio di regolarità e per importi coerenti con le condizioni della domanda. I quantitativi così modulati saranno annunciati nel comunicato di emissione, emanato tre giorni antecedenti la data dell'asta. Come accennato in precedenza, l'emissione dei titoli di questo comparto sarà mantenuta nella sessione di fine mese prima dell'asta BOT e del medio-lungo termine, anticipando il regolamento del titolo a due giorni lavorativi successivi al giorno d'asta; pertanto, nel 2015 il regolamento di tali titoli avrà luogo il giorno antecedente l'ultimo giorno lavorativo del mese.

I rimborsi di CTZ del 2015 saranno di molto inferiori rispetto a quelli che del 2014, passando da 56 miliardi di euro a poco oltre i 31 miliardi. Tale riduzione è da imputare alle passate scelte di emissione del Tesoro che, attraverso l'introduzione di un numero inferiore di nuove linee con scadenza 2015 e con la riduzione degli ammontari complessivi di queste ultime, ha permesso di ridurre in modo consistente le scadenze di questo comparto per il 2015, al fine di alleggerire i volumi totali da rifinanziare per tale anno.

Nonostante la sostanziale riduzione dei rimborsi, le emissioni nette dei CTZ a fine 2015 dovrebbero risultare solo marginalmente positive. In piena coerenza con una strategia di emissione basata sull'alleggerimento delle emissioni di strumenti a più breve termine, al fine di mitigare il rischio di

rifinanziamento ed allungare la vita medio del debito, la percentuale di CTZ in circolazione in rapporto al debito a fine 2015 sarà molto probabilmente inferiore a quello corrente.

c) I CCTeu/ CCT

Come già accennato nell'introduzione, per il comparto dei titoli a cedola variabile (CCT e CCTeu) il 2014 è stato un anno di consolidamento del segmento, con un progressivo ritorno alla normalità già iniziato nel corso del 2013. Durante il 2014 i rendimenti dei CCTeu hanno registrato una buona *performance* e si sono gradualmente allineati a quelli dei BTP nominali di scadenza equivalente, elemento quest'ultimo segnaletico di un forte interesse da parte degli investitori, in prevalenza domestici, sia istituzionali che appartenenti alla componente *retail*.

Anche per il 2015, il Tesoro offrirà al mercato i CCTeu di norma con una frequenza mensile, in modo da garantire la continuità di emissione necessaria per fornire la liquidità richiesta dal mercato. La tempistica del collocamento continuerà ad essere quella tradizionale di fine mese, contestualmente alle emissioni di BTP nominali a 5 e 10 anni.

Nel 2015 le scadenze di CCT saranno pari a circa 25 miliardi di euro, in linea con le scadenze dell'anno precedente. Le emissioni dei CCTeu saranno tali da consentire una riduzione complessiva dei Certificati del Tesoro a tasso variabile in rapporto al debito, obiettivo quest'ultimo che sarà conseguito anche attraverso possibili operazioni di riacquisto o concambio che vedranno coinvolto questo comparto, coerentemente con le scelte adottate nel 2014. Questa strategia si iscrive nella prospettiva di continuare a perseguire il contenimento dell'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse.

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

Nel 2015, una volta completato il programma di emissione dell'attuale titolo *on-the-run*, verranno collocati, sempre tramite asta, nuovi titoli *benchmark* con una scadenza all'emissione compresa nell'intervallo tra 5 e 7 anni, con una tendenziale preferenza del Tesoro, laddove le condizioni del mercato lo consentano, verso la scadenza a 7 anni, in continuità con le scelte adottate più di recente.

d) I BTP nominali a 3 e 5 anni

Sulle scadenze più brevi del comparto BTP nominale, cioè quelle a 3 e 5 anni, la politica di emissione del Tesoro, sarà caratterizzata da una presenza sul mercato primario regolare e continua. Il lancio di nuovi titoli, comunicato di volta in volta nei Programmi Trimestrali, sarà deciso in modo da tener conto delle esigenze di finanziamento del Tesoro, della *performance* sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga e, in ogni caso, cercando di garantire che il flottante finale dei titoli in corso di emissione sia tale da lasciare la possibilità che gli stessi possano essere riaperti in momenti successivi come *off-the-run* o in operazioni di concambio.

Ove consentito dalle condizioni di mercato, nel 2015, anche al fine di perseguire l'obiettivo di allungamento della vita media del debito, vi sarà una riduzione delle emissioni su questi due segmenti sia in valore assoluto che in rapporto al totale delle emissioni lorde.

Per queste due scadenze sono confermate le tempistiche di collocamento adottate negli ultimi anni: il titolo a 5 anni verrà emesso, insieme al titolo a 10 anni, in occasione delle aste di fine mese, mentre in quelle di metà mese sarà offerto il titolo a 3 anni, al quale si affiancheranno, il segmento a 7 anni e, di norma, anche un titolo a lungo termine con scadenza superiore ai 10 anni.

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

e) I BTP nominali a 7 anni

Nel 2014, nell'ambito del comparto dei BTP nominali, la politica di emissione del Tesoro ha visto l'introduzione del titolo con scadenza settennale all'interno del programma mensile di aste. L'ampio e positivo riscontro ottenuto presso gli investitori nei collocamenti effettuati durante il 2014, testimonia come il segmento a 7 anni sia riuscito ad affermarsi come un punto di riferimento (e quindi *benchmark*) sulla curva dei rendimenti italiana.

Il Tesoro continuerà ad emettere questo titolo in occasione delle aste a medio-lungo termine di metà mese, insieme al BTP con scadenza triennale ed un titolo a lungo termine con scadenza superiore ai

10 anni. Così come per tutti gli altri titoli a medio-lungo termine, anche il BTP settennale sarà collocato con meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo.

Rispetto al 2014, le emissioni lorde su questa scadenza saranno tendenzialmente invariate o marginalmente superiori, laddove lo consentano le condizioni del mercato. Il segmento, ancora in fase di piena maturazione a causa della sua recente introduzione, sarà oggetto di una costante attenzione nella calibrazione delle quantità offerte in asta, per tener conto sia dell'esigenza di offrire un'adeguata liquidità al titolo in corso d'emissione, sia dell'obiettivo di ricorrere a questa scadenza per ridurre contestualmente i quantitativi offerti sulle altre tipologie di titoli più brevi, nell'ottica di contribuire all'allungamento della vita del debito.

f) I BTP nominali a 10 anni

Il BTP con scadenza decennale, anche nel 2015, confermerà il suo ruolo di titolo di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali italiana e pertanto continuerà a rappresentare uno dei pilastri su cui si basano le emissioni del Tesoro nell'ambito del comparto BTP nominale, attraverso emissioni regolari su base mensile.

Il Tesoro manterrà su questo settore le emissioni lorde in linea con quelle dei recenti anni, cercando ove possibile di incrementare il suo peso rispetto allo stock, considerato il ruolo strategico di questa scadenza per la gestione dei principali rischi a cui è esposto l'intero debito.

La tempistica del collocamento del titolo decennale, come già menzionato, continuerà ad avvenire in occasione delle aste di fine mese insieme al BTP quinquennale e del titolo a cedola variabile (CCTeu).

I titoli saranno collocati tramite meccanismo d'asta e determinazione discrezionale del prezzo e, per quanto riguarda quelli di nuova emissione, verranno preventivamente comunicati al mercato attraverso il Programma Trimestrale.

g) I BTP nominali a lungo termine (15 e 30 anni)

Nel 2014 il Tesoro ha mantenuto il suo impegno nel collocare titoli di questo segmento presentandosi al mercato con regolarità e continuità su entrambi i punti della curva dei rendimenti. Sul segmento a 15 anni, nel mese di maggio, il Tesoro ha collocato sul mercato un nuovo titolo *benchmark* per un ammontare pari a 7 miliardi, riuscendo ad attrarre una domanda estremamente

ampia e variegata, sia dal punto di vista geografico che per tipologia di investitori. Nel segmento a 30 anni il Tesoro non ha avuto necessità di introdurre un nuovo *benchmark*, in quanto l'attuale titolo *on-the-run* non aveva ancora raggiunto un circolante tale da garantire la sufficiente liquidità sul mercato secondario. Inoltre le condizioni di mercato non sono apparse veramente recettive per il lancio di un nuovo *benchmark*. Il Tesoro ha nondimeno garantito la sua presenza nel segmento attraverso la regolare riapertura del titolo *on-the-run*, contribuendo così a migliorare le condizioni di liquidità del mercato secondario sui titoli a più lungo termine.

Nel 2015, la politica di emissione del Tesoro su questi segmenti sarà incentrata nel rafforzamento dei risultati ottenuti durante il 2014, mantenendo l'impegno ad emettere con regolarità e continuità e valutando di volta in volta, tenuto conto delle dinamiche di mercato e delle aspettative degli investitori, nonché dell'andamento dei tassi di rendimento, quale strumento offrire al mercato tra il 15 e/o il 30 anni.

Il Tesoro calibrerà attentamente gli ammontari in emissione, riservandosi la flessibilità di scegliere il titolo *on-the-run* a 15 o 30 anni in funzione della domanda, oppure, in caso di peculiari situazioni di mercato, di ricorrere - ad integrazione o in alternativa - a riaperture di titoli a lungo termine *off-the-run*, eventualmente anche con offerta congiunta nello stesso intervallo di emissione. Gli *off-the-run*, peraltro, potranno essere proposti non solo nelle aste di metà mese, ma anche a fine mese, qualora il Tesoro ne rilevi l'opportunità in base alle condizioni di mercato.

Le modalità di svolgimento delle aste saranno analoghe a quelle degli altri BTP nominali, sia per i titoli *on-the-run* che per gli *off-the-run*.

Il Tesoro, ove sul mercato si riscontrino le condizioni e qualora i titoli in corso di emissione abbiano raggiunto un flottante complessivo adeguato per garantirne la liquidità sul mercato secondario, potrà decidere di collocare nuovi titoli che, come negli anni passati, saranno proposti al mercato attraverso un sindacato di collocamento, sempre in ragione delle caratteristiche di flessibilità consentite da questa procedura di emissione.

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

Per il comparto dei titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i), il 2014 è stato un anno di progressivo ritorno alla normalità, con il riaffermarsi di una soddisfacente liquidità su tutta la curva dei rendimenti reali e una buona performance sul mercato secondario, in linea con l'andamento di analoghi strumenti emessi da altri paesi europei.

Pertanto, nel 2015 l'impegno sul settore da parte del Tesoro sarà quello di continuare a distribuire l'offerta sulle varie linee in modo da contribuire alla liquidità dell'intera curva dei rendimenti reali. Non essendovi scadenze di BTP€i per il 2015 ed in considerazione della volontà di garantire la continuità di emissione su base mensile come da Calendario, le emissioni nette positive dei titoli indicizzati all'inflazione europea daranno luogo ad un aumento sia dello stock in valore assoluto che in percentuale sullo stock complessivo del debito. Tuttavia le scelte di gestione del comparto indicizzato saranno calibrate per tenere conto dell'esposizione complessiva al rischio di inflazione, come determinata dalle emissioni di tutti i titoli indicizzati all'inflazione, sia europea che nazionale. Il collocamento dei BTP€i avverrà, tramite meccanismo d'asta e determinazione discrezionale del prezzo, a fine mese e secondo la cadenza mensile indicata nel Calendario (che solo a dicembre non prevede emissioni), salvo quando dovessero essere lanciati nuovi titoli che, se con scadenza maggiore di quella a 5 anni, verranno proposti mediante sindacazione. Nella stessa tornata d'asta potranno essere offerti più titoli congiuntamente, sia *on-the-run* che *off-the-run*, con un unico intervallo di volumi in offerta, all'interno del quale verrà allocata la quantità emessa per ogni singolo titolo.

Come per gli altri segmenti di mercato, molto impegno verrà posto nell'interazione con gli investitori, particolarmente quelli più specializzati su questo settore, in modo che tutte le scelte di gestione del comparto siano quanto più possibile in linea con le loro aspettative, pur all'interno della strategia generale di emissione del Tesoro.

La valutazione circa l'introduzione di nuovi *benchmark* sarà effettuata tenendo conto delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, in termini di flottante raggiunto da ciascuno di essi, e dell'evoluzione della domanda di mercato. In occasione dell'eventuale collocamento di nuovi titoli, il Tesoro valuterà accuratamente, sulla base dei riscontri di mercato e delle esigenze di un'ottimale gestione dei flussi di cassa, la possibilità di modificare, a parità di ciclo cedolare (attualmente definito nei mesi di marzo e settembre), il mese di scadenza del nuovo titolo - spostandolo da settembre a marzo - oppure l'opportunità di cambiare anche il ciclo di pagamento delle cedole, con un conseguente spostamento del mese di scadenza finale.

IL BTP ITALIA

Il BTP Italia, lo strumento dedicato agli investitori *retail* lanciato nel marzo del 2012, ha confermato il suo gradimento presso gli investitori anche nel 2014. I due collocamenti di aprile ed ottobre hanno avuto un esito ampiamente soddisfacente ed hanno registrato un interesse molto diffuso presso gli investitori sia privati che istituzionali, consentendo al Tesoro di raccogliere circa 28 miliardi di euro in totale.

Per le emissioni del 2014, il Tesoro ha proposto il titolo con una scadenza più lunga (6 anni) ed ha apportato alcune modifiche sostanziali al processo di collocamento, al fine di limitare le dimensioni delle singole emissioni, pur cercando di soddisfare pienamente le richieste del pubblico *retail*. Infatti, a partire dall'emissione di aprile 2014, il periodo di collocamento è stato diviso in due fasi: la prima fase, della durata di tre giorni salvo chiusura anticipata, dedicata agli investitori *retail*, e la seconda fase, ovvero l'ultima giornata del collocamento, riservata agli investitori istituzionali. Nel collocamento di ottobre, per la seconda fase del collocamento è stato previsto un meccanismo di riparto equi-proporzionale per il caso in cui la quantità richiesta dagli investitori istituzionali fosse stata superiore a quella che il Tesoro intendeva offrire al mercato.

Nel corso del 2015, il Tesoro intende riproporre il BTP Italia agli investitori *retail* con almeno un collocamento, in cui verrà offerto lo stesso strumento privo di modifiche sostanziali rispetto all'attuale: 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. L'unico aspetto che potrebbe essere modificato sarà la scadenza finale del titolo, che potrà essere portata anche oltre i 6 anni ove le condizioni di mercato lo richiedano. Sempre per gli investitori *retail*, i titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato dedicato agli scambi al dettaglio di Borsa Italiana. Gli ordini di acquisto saranno raccolti durante il periodo di collocamento dell'emissione sul circuito stesso della piattaforma, e mediante il supporto di banche *dealer*, scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. La liquidità dei titoli sul mercato secondario sarà garantita attraverso l'impegno dei *dealer* e di *co-dealer* selezionati dal Tesoro tra i più attivi partecipanti al MOT sul comparto dei titoli di Stato italiani.

Per gli investitori istituzionali, in considerazione dell'ampio interesse mostrato per il titolo, sarà condotta un'approfondita analisi di mercato per valutare l'esistenza delle condizioni per continuare a prevedere una finestra di emissione a loro riservata nell'ambito dei collocamenti dedicati al *retail*,

come avvenuto nel 2014, disponendo quindi una seconda fase del periodo di collocamento, oppure individuare un prodotto a loro dedicato con scadenza più lunga, con un meccanismo di indicizzazione che potrà essere sia quello dei BTP Italia che quello dei BTP€i, da collocare mediante sindacazione con formato pubblico o privato. In quest'ultimo caso, laddove si scelga il formato pubblico, la decisione sarà strettamente legata al verificarsi di condizioni che consentano l'avvio di un vero programma di emissione, legato a prospettive di domanda sufficientemente regolare e stabile.

EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

I due canali che il Tesoro potrà utilizzare per emettere sui mercati internazionali sono il *Global Bond Program* e il *Medium Term Notes Program*.

Con l'approvazione della Legge di Stabilità per il 2015, si completa l'iter normativo che permetterà al Tesoro di stipulare accordi bilaterali di garanzia. Tale facoltà, che equipara il *modus operandi* del Tesoro a quello di altri emittenti sovrani, costituirà, allorquando il quadro normativo di riferimento sarà completato, un utile strumento per la riduzione del rischio di controparte con conseguente miglioramento, *coeteris paribus*, delle condizioni di emissione sui mercati internazionali. Considerato il significativo ammontare di scadenze previste nel 2015 (\$ 6.5 miliardi nel solo comparto *Global*) e i livelli assoluti dei tassi di interesse nella zona Euro, si ritiene che il rinnovato interesse degli investitori istituzionali per nuove emissioni in dollari americani, specie in formato *Global bond*, potrebbe concretamente sostenere un ritorno su tale mercato nel corso del prossimo anno, atteso il miglioramento dei costi di esecuzione delle coperture, effettuate attraverso operazioni di *cross currency swap*. Il Tesoro sarà quindi impegnato in un'attenta attività di monitoraggio dei mercati, ai fini di una valutazione omnicomprensiva delle opportunità di emissione.

Il programma *Medium Term Notes* consente, invece, di emettere in formato pubblico o privato, in euro oppure in valute diverse, con caratteristiche di estrema flessibilità, favorendo un allineamento ottimale tra le esigenze dell'emittente e le richieste peculiari di uno o più investitori, sia in termini di scadenza che di struttura.

In particolare con riferimento ai piazzamenti privati, saranno prese in considerazione le sole proposte che soddisfino requisiti specifici in termini di scadenza non inferiore ai tre anni, di ammontare minimo non inferiore ai 200 milioni di euro e con un importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro.

Tali richieste saranno esaminate imponendo un costo finale di collocamento non superiore a quello di un titolo “domestico” con pari durata e caratteristiche simili, al contempo evitando ripercussioni negative sulle emissioni *benchmark* in euro del programma domestico.

Per soddisfare esigenze condivise da un gruppo di investitori istituzionali, si potrà valutare l’opportunità di emettere titoli pubblici in formato MTN anche in valute diverse dall’Euro, mercati a cui più volte si è fatto ricorso in passato, sebbene non recentemente. Con la stessa logica verranno esaminate opportunità sul comparto dei titoli indicizzati all’inflazione domestica al fine di soddisfare eventuali esigenze da parte della clientela istituzionale, esigenze a cui si è fatto riferimento nella precedente sezione dedicata al BTP Italia.

LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Come annunciato nelle Linee guida per il 2014, quest’anno il Tesoro ha fatto ampiamente ricorso ad operazioni di concambio e riacquisto per gestire il rischio di rifinanziamento, rimodulando il profilo delle scadenze e favorendo al contempo la liquidità e l’efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato.

Anche nel 2015 non si esclude un ricorso frequente ad operazioni straordinarie di questo tipo, che comunque dipenderà dalle condizioni prevalenti sul mercato secondario e, per le operazioni di riacquisto, anche dal livello delle giacenze del Conto disponibilità e del Fondo per l’ammortamento dei titoli di Stato.

Come di consueto, anche nel 2015 si valuterà di volta in volta la migliore modalità di esecuzione di tali operazioni, che attualmente prevedono: per il concambio, l’utilizzo del sistema telematico di negoziazione o del sistema d’asta gestito dalla Banca d’Italia; per i riacquisti, il sistema d’asta della Banca d’Italia o il ricorso a negoziazioni bilaterali. Tuttavia, nel corso del prossimo anno il Tesoro non esclude di poter introdurre nuove modalità di svolgimento delle operazioni straordinarie, volte a rendere sempre più efficiente l’esecuzione delle stesse, in linea con gli obiettivi di gestione del debito e con le condizioni di mercato.