

2018

Linee guida
della gestione del debito pubblico



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico
Anno 2018

Sommario

PREMESSA	2
IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI E DI GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2018.....	3
Considerazioni introduttive	3
IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	9
1. Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione.....	9
2. La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli	10
3. I titoli nominali a tasso fisso e variabile	13
a) I BOT e la gestione della liquidità.....	13
b) I CTZ 24 mesi.....	14
c) I CCTeu	15
d) I BTP nominali a 3 e 5 anni.....	16
e) I BTP nominali a 7 anni e 10 anni	17
f) I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni).....	18
4. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i).....	19
IL BTP ITALIA.....	20
LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO	21
EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	22

PREMESSA

Quelle che seguono sono le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2018 curate del Dipartimento del Tesoro. Come ogni anno il documento si propone di fornire ai partecipanti al mercato del debito pubblico italiano una serie di informazioni inerenti la strategia di emissione e gestione dei titoli di Stato. Oltre a tracciare in termini generali il contesto all'interno del quale verranno poste in essere le scelte dei prossimi dodici mesi, il documento illustra con maggiore dettaglio le politiche che il Tesoro intende perseguire circa i vari strumenti di debito che saranno proposti al mercato durante l'anno. Come ormai da alcuni anni a questa parte, le analisi di consuntivo inerenti la gestione del debito nel 2017, corredate da approfondimenti circa l'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica, troveranno sede nel Rapporto sul Debito Pubblico 2017 che verrà pubblicato il prossimo anno.

IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI E DI GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2018

Considerazioni introduttive

Nel 2018 il Tesoro si troverà ad operare in un contesto probabilmente molto diverso rispetto al 2017, per tre ordini di ragioni: a) un quadro macro-economico decisamente migliore, a livello sia globale che europeo, grazie soprattutto al ritorno a livelli di crescita economica più elevati; b) un contesto geo-politico, nazionale ed internazionale, caratterizzato da un elevato grado di incertezza; c) l'entrata in vigore di nuove regolamentazioni in materia bancaria e finanziaria, soprattutto nell'Unione Europea, che interesseranno in modo significativo il funzionamento dei mercati secondari di titoli governativi.

Considerando come si sta chiudendo il 2017, il prossimo anno la crescita a livello globale dovrebbe attestarsi su livelli altrettanto sostenuti, sebbene in un quadro di graduale riduzione degli stimoli monetari. Negli USA l'evoluzione del ciclo economico e dell'inflazione, nonché del mercato del lavoro, ha spinto la banca centrale americana ad una prima serie di rialzi dei tassi di interesse con un contestuale avvio di riduzione degli attivi accumulati negli anni di *Quantitative Easing*. Questa intonazione della politica monetaria ha dato luogo ad un incremento sostanziale dei livelli nella parte a breve termine della curva dei rendimenti dei titoli governativi USA a fronte di una sostanziale stabilità dei tassi a più lungo termine che, seppur con notevole volatilità, non hanno fatto registrare un trend particolare. Questo movimento segue, e in qualche modo completa, quanto accaduto lo scorso anno, quando il movimento al rialzo aveva interessato soprattutto il segmento a lungo termine e non la parte a breve. Per il 2018 è previsto che l'impostazione di politica monetaria negli USA non cambi significativamente e pertanto anche l'evoluzione del livello e della forma della curva dei rendimenti governativa rimanga sostanzialmente invariata.

In Europa il contesto si presenta piuttosto diverso anche nel 2018. La crescita economica si è andata recentemente consolidando più del previsto, le previsioni di inflazione per i prossimi anni rimangono ancora al di sotto dell'obiettivo della Banca Centrale Europea, le condizioni del mercato del lavoro e le dinamiche salariali, seppure in miglioramento, non sono confrontabili con quanto è in corso dall'altra parte dell'oceano. Viste le aspettative di inflazione, la BCE ha annunciato la prosecuzione della politica di acquisti di *asset*, ed in particolare di titoli pubblici, fino al mese di

settembre 2018, sebbene per volumi netti inferiori a partire dal prossimo mese di gennaio. Questo dovrebbe garantire che, nonostante il miglioramento delle condizioni attuali e prospettiche di crescita della zona euro ed il lieve incremento delle aspettative di inflazione, il livello generale dei tassi europei continui ad attestarsi su livelli moderati e sicuramente inferiori a quelli americani. La correlazione storica con questi ultimi, tuttavia, potrebbe determinare un progressivo rialzo nella pendenza della curva dei rendimenti europea, processo che in parte è già in corso.

Queste previsioni dovranno tuttavia fare i conti con il contesto geo-politico internazionale, che continuerà ad essere caratterizzato dalla presenza di numerosi focolai di crisi e dall'evoluzione del quadro politico a livello globale ed europeo. Basti pensare, a tal proposito, a quanto in Europa nel primo trimestre del 2017 abbia pesato la scadenza elettorale francese sull'andamento dei tassi di interesse e dei differenziali tra paesi.

La curva dei rendimenti sui titoli governativi italiani ha ovviamente risentito del contesto macroeconomico globale ed europeo, così come degli eventi geopolitici sopra richiamati. Negli ultimi mesi dell'anno una serie di dati economici positivi, il miglioramento del rating da parte dell'agenzia Standard & Poor's, nonché l'azione costante e continua da parte della BCE, hanno contribuito a tenere complessivamente bassi i tassi di interesse su tutte le principali scadenze, soprattutto per via della riduzione del differenziale con i paesi a più alto merito di credito. Infatti, sebbene la curva dei rendimenti sia stata ripida soprattutto nel segmento 1-10 anni, e nonostante periodi di intensa volatilità, anche nel 2017 il Tesoro ha potuto finanziarsi a costi mediamente molto bassi nonostante una presenza molto uniforme su tutte le scadenze, da quelle molto brevi fino a quelle lunghe o molto lunghe. Lo dimostra il fatto che il costo medio all'emissione è stato pari a 0,68%, solo in lieve risalita rispetto al minimo toccato nel 2016 (0,55%).

Nel 2018 queste condizioni dovrebbero in parte perdurare per effetto della continuità della politica di *Quantitative Easing* della BCE, che oltre ai nuovi acquisti sarà impegnata a reinvestire le risorse provenienti dai titoli in scadenza, e del miglioramento del quadro economico e di finanza pubblica, che dovrebbero portare ad un calo progressivo del rapporto debito/PIL con conseguente potenziale impatto in termini di riduzione del rischio di credito percepito dagli investitori. A fronte di questo andrà ovviamente verificato l'effetto derivante dall'andamento dell'economia europea e globale, nonché dei vari eventi geopolitici previsti per l'anno, in particolare la scadenza delle elezioni politiche in Italia e il percorso di integrazione dell'Unione Europea, che sembra aver subito un nuovo impulso dopo l'uscita della Gran Bretagna, prevista per il 2019, a seguito dell'esito del referendum del 2016.

In ultimo non va trascurato il fatto che nel 2018 entrano in vigore, a livello globale ed europeo, importanti riforme in materia di regolamentazione degli intermediari e dei mercati finanziari, che potrebbero avere un ruolo non marginale nel condizionare l'andamento dei mercati dei titoli governativi. In Europa, in particolare, a gennaio 2018 entra in vigore la direttiva cosiddetta MiFID 2 (*Market in Financial Instruments Directive*) che insieme con il Regolamento MiFIR rivede e amplia la versione precedente (MiFID) in materia di prestazione dei servizi di investimento, tutela degli investitori *retail*, definizione dei servizi di consulenza indipendenti e adeguatezza della comunicazione. Queste norme coprono estesamente anche la trasparenza delle negoziazioni in titoli obbligazionari, nonché le modalità con cui vengono fatte circolare le ricerche di analisti del settore, e sarà quindi importante monitorare in che misura queste novità andranno ad influenzare il funzionamento del mercato secondario dei titoli governativi. Tutto ciò accompagnato anche dall'adozione del nuovo schema contabile IASB 9, che va a sostituire il precedente IAS39 ed implica significative variazioni nelle rappresentazioni contabili delle banche.

La gestione del debito nel 2018 dovrà pertanto svilupparsi in tale contesto, con il fine di consolidare i risultati raggiunti negli ultimi anni in termini di esposizione ai principali rischi di mercato, contenendo il costo della provvista nel medio-lungo termine.

Nel 2018 arriveranno a scadenza, escludendo i BOT, titoli per un totale complessivo di circa 184 miliardi di euro, di cui 3 miliardi del programma estero. Si tratta di un importo inferiore di circa 30 miliardi di euro rispetto al volume di scadenze per il 2017 in essere a fine 2016. Considerando che il fabbisogno di cassa del Settore Statale è previsto attestarsi su livelli più bassi del 2017, passando da circa il 3,4 per cento al 2,8 per cento del PIL, è pertanto prevedibile che nel 2018 si assista ad una contestuale riduzione dei volumi di titoli a medio-lungo termine complessivamente offerti al mercato. Va inoltre segnalato come lo stock di BOT in circolazione a fine 2017 (circa 106 miliardi di euro) risulterà quasi perfettamente in linea con quello di fine 2016, un valore storicamente molto basso. In base alle condizioni di mercato e della domanda, che continuerà ad essere influenzata dal livello assoluto dei tassi, attualmente ancora in territorio ampiamente negativo, il Tesoro valuterà se confermare a fine 2018 il circolante attuale – che appare come una soglia minima difficilmente valicabile – mantenendo quindi il ricorso al mercato sostanzialmente in linea con i volumi in scadenza, o se effettuare emissioni nette moderatamente positive, anche al fine di alleggerire al margine l'offerta su altri comparti in base alle condizioni di mercato.

La presenza sul mercato nel 2018 sarà come sempre improntata a criteri di estrema regolarità, trasparenza e prevedibilità, al fine di massimizzare i benefici alla gestione del debito derivanti da questo approccio per un emittente di larghe dimensioni. La composizione delle emissioni sarà volta

a garantire che l'esposizione ai rischi di mercato continui ad essere contenuta, al fine di agevolare il più possibile il rifinanziamento del debito dei prossimi anni e la gestione delle fluttuazioni dei tassi di interesse: in questo senso l'impegno andrà nel consolidare i risultati raggiunti quest'anno in termini di vita media dello stock di titoli di Stato che a fine 2017 risulta pari a 6,90 anni.

Sul comparto BOT, quindi, i volumi in emissione saranno sostanzialmente in linea con le scadenze dell'anno, ma non è escluso che possano essere lievemente superiori per tener conto delle condizioni di mercato e per la gestione di potenziali squilibri di cassa di breve termine. In ogni caso, la quota dei BOT a fine 2018 sullo stock dei titoli di Stato continuerà ad essere estremamente contenuta e in linea quindi con quella del 2017 (circa 5,6%).

Visto l'esito positivo di questa scelta nel 2017, anche nel 2018 i CTZ saranno emessi regolarmente su base mensile, con l'obiettivo di continuare a garantire il buon funzionamento del mercato secondario del prodotto. Le emissioni saranno sostanzialmente in linea con le scadenze.

Sui settori a 3 e 5 anni del comparto BTP nominali le emissioni, proposte anch'esse regolarmente su base mensile, saranno inferiori in valore assoluto a quelle del 2017, anche se il loro peso sul totale delle emissioni sarà analogo a quello del 2017. I BTP a 7 e 10 anni saranno invece proposti nei consueti appuntamenti d'asta mensili per volumi simili a quelli dello scorso anno, sempre avuto riguardo alle condizioni della domanda, e dovrebbero quindi veder salire lievemente la loro quota nell'ambito del portafoglio di emissione.

Considerato l'ampio ventaglio di scadenze disponibili fin dal 2016, sui BTP nominali a lungo termine il Tesoro nel 2018 continuerà ad avere una presenza sul mercato continua, scegliendo di riaprire titoli in circolazione o di proporre di nuovi in base ad approfondite analisi delle condizioni della domanda e di funzionamento del mercato secondario. Le riaperture via asta continueranno a tenersi negli appuntamenti di calendario di metà mese, salvo che sulla scadenza a 50 anni che potrà essere riaperta in asta sia a metà mese che a fine mese, in funzione dell'andamento di mercato del titolo in corso di emissione. Il sindacato di collocamento continuerà a rappresentare la principale procedura di emissione per l'introduzione sul mercato di nuovi BTP su queste scadenze lunghe, visti i benefici sperimentati in termini di flessibilità, penetrazione immediata nei portafogli degli investitori finali e performance sul mercato secondario. In circostanze eccezionali non è escluso che la stessa modalità di emissione non possa essere utilizzata per riaprire per volumi significativi titoli extra-lunghi già in circolazione.

Pur preservando in un approccio particolarmente prudente ai fini della gestione del rischio di tasso, nel 2018 le emissioni di CCTeu, ove le condizioni di mercato lo consentano, saranno superiori alle

scadenze, anche per tenere conto del gradimento particolarmente elevato incontrato dallo strumento presso una platea sempre più ampia di operatori, prevalentemente domestici ma non solo. La crescita dello stock dei titoli in circolazione a fine 2018 sarà comunque tale da non alterare significativamente l'entità della quota di questi titoli rispetto allo stock complessivo dei titoli di Stato.

Nel 2018 il Tesoro continuerà a garantire una presenza rilevante sui titoli indicizzati all'inflazione europea, con volumi in offerta che dovrebbero attestarsi su livelli superiori a quelli del 2017, compatibilmente con l'evoluzione della domanda. Verranno inoltre esaminate le condizioni per il lancio di nuovi titoli sul segmento a 5 anni e su quello a più lungo termine, dopo il lancio del nuovo decennale effettuato nel 2017.

Sempre con l'ottica di favorire il più possibile la liquidità e l'efficienza del mercato secondario si procederà, ove necessario, a riaprire via asta titoli non più in corso di emissione (sia negli appuntamenti di metà mese che di fine mese), mentre per i soli titoli con vita residua superiore a 10 anni, siano essi nominali o indicizzati all'inflazione, il Tesoro si avvarrà, come nel 2017, della possibilità di aumentare discrezionalmente la percentuale dei collocamenti supplementari riservati agli Specialisti sulle *tranche* successive alla prima - che normalmente viene emessa via sindacato di collocamento - portandola al 20 per cento (rispetto all'usuale 15%).

Sul segmento dei BTP Italia, considerato l'ampio gradimento che il prodotto continua a registrare presso investitori sia *retail* che istituzionali, nel 2018 verrà comunque garantita almeno un'emissione con scadenza a 6 anni, anche in virtù del fatto che non vi saranno titoli in scadenza nei prossimi 12 mesi. Tuttavia, analogamente al 2017, il Tesoro valuterà la possibilità di porre in essere operazioni di concambio o riacquisto sui titoli dotati di un importo in circolazione particolarmente elevato, al fine di contribuire alla gestione del profilo dei rimborsi dei prossimi anni.

Le operazioni di concambio e di riacquisto saranno importanti nella strategia del Tesoro del 2018 al fine di gestire il profilo delle scadenze, riducendo ulteriormente il rischio di rifinanziamento; le operazioni mireranno principalmente a ridurre i volumi in scadenza nel biennio 2019-2020. I riacquisti potranno riguardare tutte le varie tipologie di titoli di Stato in circolazione, e potranno realizzarsi anche sulla piattaforma dedicata del mercato secondario regolamentato all'ingrosso, come attualmente già avviene per le operazioni di concambio. I riacquisti saranno anche mirati ad agevolare il processo di riduzione dello stock di debito in circolazione, mediante le risorse provenienti dalle operazioni di privatizzazione.

Per quanto concerne l'attività in derivati per il 2018, in continuità con gli anni recenti, la gestione sarà indirizzata verso eventuali ristrutturazioni del portafoglio esistente, con l'obiettivo di trasformarne il profilo finanziario e/o gli impatti in termini di debito. Il sistema di accordi di collateralizzazione, la cui normativa secondaria è di prossima emanazione, potrà riguardare anche selezionati contratti in essere e questo quindi sarà di ausilio allo svolgimento dell'attività di gestione delle posizioni esistenti.

Soprattutto, il nuovo sistema di collateralizzazione consentirà di coprire con *cross currency swap* il rischio di cambio di possibili nuove emissioni in valuta estera . a costi pari o inferiori rispetto alle emissioni domestiche. Infatti, ove le condizioni finanziarie si presentino favorevoli in termini di tassi all'emissione, un rientro sul mercato del dollaro nell'ambito del programma Global sarebbe quanto mai opportuno per allargare ulteriormente la base degli investitori in titoli di Stato italiani, e nel 2018 le opportunità in questo ambito saranno attentamente vagliate.

Nel Rapporto sul Debito Pubblico 2017 verranno ripercorse nel dettaglio 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.

IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA

1. Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione

La politica di comunicazione della Direzione del Debito Pubblico nei confronti di tutti i suoi *stakeholder*, ed in particolare verso gli investitori in titoli di Stato italiani, anche nel 2018 seguirà un approccio consolidato, il cui obiettivo principale sarà quello di assicurare la più ampia trasparenza nella definizione della strategia e delle specifiche scelte di emissione. Questi obiettivi sono perseguiti non solo attraverso la pubblicazione di queste Linee Guida, ma anche attraverso le ulteriori pubblicazioni periodiche quali il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di emissione.

All'interno del Calendario Annuale, pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), sono riportate le date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato in programma nel corso del 2018, nonché le rispettive date di annuncio e di regolamento distinte per categorie di titoli in offerta.

Per quanto concerne le aste BOT, sulla *home page* del sito del Debito Pubblico viene pubblicato anche il “Calendario delle emissioni dei BOT”, all'interno del quale è contenuta, oltre alle informazioni inerenti le date di annuncio, asta, regolamento e scadenza dei titoli offerti, anche la data ultima di presentazione delle domande da parte degli investitori.

Al termine di ogni trimestre, il Tesoro integra le informazioni da fornire al mercato attraverso i Programmi Trimestrali di Emissione, nei quali sono resi noti i nuovi titoli CCTeu, CTZ e BTP nominali a medio-lungo termine – fino al segmento a 10 anni - in emissione nel trimestre successivo, insieme ai volumi minimi in circolazione che il Tesoro si impegna a raggiungere per ognuno di essi prima di collocare un successivo nuovo titolo nell'ambito dello stesso segmento. Sono comunicate inoltre le eventuali riaperture di titoli già in corso di circolazione.

Infine, tre giorni prima di ciascuna asta, così come prevista nel Calendario Annuale, viene diramato il Comunicato di emissione, che informa il mercato circa i titoli specifici in offerta ed i relativi quantitativi.

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

Tabella 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

I comunicati di emissione 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 e le modalità di partecipazione e, infine, se il titolo offerto in asta viene ammesso alle attività di *stripping*.

Anche nel 2018 il Tesoro continuerà ad avvalersi di un importante elemento di flessibilità circa la quota offerta nel collocamento supplementare riservato agli operatori Specialisti per i titoli nominali ed indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai 10 anni. Infatti, mentre di norma le quote di riapertura sono, per le prime *tranche*, pari al 30% e per quelle successive pari al 15%, per i titoli nominali ed indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai dieci anni, così come già sperimentato nel 2017, la quota ordinaria potrà essere incrementata di un ulteriore 5% e decisa di volta in volta nell'annuncio dell'asta ordinaria. La novità rispetto al 2017 riguarda il calcolo dell'importo di diritto per ogni Specialista, che per questa quota aggiuntiva del 5% verrà calcolato per metà sulla base della performance valutata sul mercato secondario elettronico di riferimento e per la restante metà sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative allo stesso segmento.

2. La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli

Il 2018 non presenterà sostanziali modifiche circa la periodicità dell'offerta mensile dei titoli di stato nei vari cicli d'asta, né per gli appuntamenti di metà mese né per quelli di fine mese.

Per il comparto BOT, nelle aste di metà mese saranno offerti i BOT con scadenza a 12 mesi mentre a fine mese saranno collocati quelli con scadenza semestrale. Qualora esigenze di cassa lo rendano

necessario, l'offerta dei BOT a 3 mesi avverrà in asta insieme ai BOT annuali. Gli strumenti flessibili 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 sulle scadenze a lungo termine a 15, 20 o 30 anni. Nelle aste di fine mese, invece, continueranno ad essere proposti i BTP a 5 e 10 anni insieme ai CCTeu. Sulla scadenza a 50 anni, il Tesoro manterrà l'impegno a garantire un'adeguata liquidità dell'unico titolo attualmente in circolazione attraverso successive riaperture, che potranno avvenire sia in asta, indifferentemente nei cicli d'asta di metà e fine mese, sia attraverso emissioni sindacate.

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

Pertanto, i tre giorni in cui si svolgono le aste di fine mese continueranno ad essere così organizzati: nel primo l'asta dei BTP€i e dei CTZ a 24 mesi, la cui data di regolamento di norma cadrà il giorno antecedente l'ultimo giorno del mese; nel secondo giorno l'asta BOT, con data di regolamento l'ultimo giorno 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 due giorni lavorativi precedenti quello di collocamento.

Anche nel 2018 il Tesoro potrà ricorrere al collocamento in asta di titoli *off-the-run* qualora lo ritenga opportuno, al fine di garantire l'ottimale funzionamento del mercato secondario, contribuire a rimuovere le eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato o soddisfare 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*).

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

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

Tabella 2: Periodicità delle aste

Tipologia di titolo	Aste Metà Mese	Aste Fine mese
<i>Bot Flessibili</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>3 mesi BOT</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>6 mesi BOT</i>		X
<i>12 mesi BOT</i>	X	
<i>24 mesi CTZ</i>		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, 20 e 30 anni BTP*</i>	<i>Offerta in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>50 anni BTP</i>	<i>Offerta in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>CCTeu</i>		X
<i>BTP€i</i>		X

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

Per tutti gli strumenti diversi dai BOT le aste saranno di tipo marginale e si svolgeranno secondo le modalità degli ultimi anni, ovvero con taglio discrezionale del prezzo in base alla domanda pervenuta in asta all'interno di un intervallo di quantità preannunciato.

3. I titoli nominali a tasso fisso e variabile

a) I BOT e la gestione della liquidità

Come di consueto, le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) saranno condotte sulle tradizionali scadenze a 6 e 12 mesi, cui potranno eventualmente affiancarsi i titoli trimestrali e i cosiddetti BOT flessibili, con durate anomale legate a specifiche esigenze di gestione della liquidità. Nel 2018, le emissioni a breve termine tenderanno a stabilizzarsi sui livelli raggiunti, sia come peso percentuale rispetto alle emissioni totali sia come ammontare medio delle singole aste.

I BOT annuali e semestrali saranno offerti con regolarità ed i relativi importi verranno determinati tenendo conto della domanda e delle condizioni di mercato. L'eventuale ricorso ai titoli a 3 mesi, così come ai BOT flessibili, avverrà in relazione alle esigenze di cassa del Tesoro.

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 continuerà ad essere di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria; il suddetto 10% sarà parametrato alla performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e a quella del mercato secondario, equamente ripartite. Il Tesoro manterrà la facoltà di modificare tale percentuale in ciascuna asta – in casi eccezionali e diramando un apposito comunicato stampa – in relazione alle condizioni di mercato e di domanda espresse dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi 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 continueranno ad applicarsi le tutele del decreto ministeriale per la trasparenza nel collocamento dei titoli di Stato. In particolare, il nuovo decreto emanato a gennaio 2015 (in sostituzione del precedente del 2004, aggiornato nel 2009) ha ridotto le commissioni massime applicabili alla clientela per la sottoscrizione dei BOT in asta, prevedendo che esse siano nulle in caso di rendimenti nulli o negativi.

Durante il prossimo anno, infine, il Tesoro manterrà la propria costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul Conto disponibilità per il servizio di tesoreria (OPTES). Tale operatività, introdotta nel 2007 e sviluppatasi dalla fine del 2011, prevede un'attività quotidiana con lo svolgimento di operazioni di impiego o raccolta della liquidità, a seconda delle necessità di *cash management*. 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. Inoltre, potranno essere introdotti ulteriori strumenti di impiego bilaterale, con la finalità di migliorare la diversificazione e redditività della gestione della liquidità, in un'ottica di contenimento dei rischi di controparte.

b) I CTZ 24 mesi

La strategia di emissione adottata dal Tesoro negli ultimi anni è stata incentrata sulla riduzione del peso degli strumenti a breve termine in relazione allo stock complessivo dei titoli in circolazione, in linea con l'obiettivo di allungamento della vita media del debito e del contenimento del rischio di rifinanziamento. Coerentemente con tale strategia, dopo anni di significativa riduzione dell'ammontare complessivo delle emissioni su tale comparto, nel 2018 il volume di CTZ in scadenza sarà pari a circa 24 miliardi di euro, importo pressoché in linea con quello degli ultimi due anni, a conferma di una sostanziale stabilizzazione dell'ammontare delle scadenze annuali, frutto della politica di emissione precedentemente menzionata.

Per quanto concerne il volume delle emissioni, anche nel corso del 2018 esso risulterà essenzialmente allineato a quanto scade; pertanto, le emissioni nette di tale strumento a fine anno potranno risultare leggermente negative o solo marginalmente positive. La scelta, operata nel 2017, di tornare ad emettere i CTZ con periodicità mensile anziché bimestrale si è rivelata particolarmente positiva per tale strumento, che ha mostrato un andamento più stabile sul mercato secondario rispetto all'anno precedente. Pertanto, al fine di continuare ad agevolarne la liquidità e l'efficienza delle quotazioni sul mercato secondario, anche nel 2018 il Tesoro confermerà la frequenza mensile

delle emissioni di questo titolo. Oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione, all'interno del comparto dei CTZ saranno presumibilmente introdotti due nuovi titoli *benchmark*.

Infine, in linea con quanto già avvenuto negli ultimi due anni, al fine di contenere l'ammontare di titoli da rifinanziare nel biennio 2018-2019, il Tesoro potrà valutare la possibilità di inserire anche i CTZ tra i titoli oggetto di riacquisto in eventuali operazioni di concambio o riacquisto.

c) I CCTeu

Analogamente al 2016, anche il 2017 è stato un anno molto positivo per il comparto dei titoli a cedola variabile (CCTeu), che ha continuato a registrare una buona *performance* sul mercato secondario, sostenuta da una forte domanda proveniente soprattutto da parte degli investitori domestici.

Pertanto, in considerazione dell'ulteriore consolidamento del segmento, nonché dell'evoluzione del quadro macroeconomico che, al pari dell'anno appena trascorso, si mostra favorevole alla domanda di titoli a tasso variabile, nel 2018 il Tesoro prevede di emettere un ammontare di CCTeu in valore assoluto simile a quello dell'anno precedente. Per quanto riguarda le scadenze, nel 2018 saranno rimborsati circa 22 miliardi di CCTeu, a fronte dei circa 30 miliardi scaduti nel 2017. La riduzione dell'ammontare dei volumi in scadenza farà sì che, pur mantenendo le emissioni in linea con quelle del 2017, le emissioni nette del comparto dovrebbero risultare positive. Tuttavia, si stima che la quota di CCTeu in relazione allo stock complessivo dei titoli in circolazione rimanga pressoché invariata, coerentemente alla strategia del Tesoro orientata al contenimento dell'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse.

Nel corso dell'anno, oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione, il Tesoro prevede di collocare tramite asta due nuovi titoli *benchmark*, normalmente sulla scadenza all'emissione di 7 anni, coerentemente con le scelte adottate più di recente.

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.

d) I BTP nominali a 3 e 5 anni

Nel comparto dei BTP nominali, durante il 2017 le emissioni del Tesoro sulla scadenza triennale, si sono attestate intorno ai 36 miliardi di euro, in aumento rispetto al 2016 sia in valore assoluto che in percentuale rispetto al totale dei titoli emessi nell'anno. Anche nella composizione dello stock dei titoli in circolazione, in considerazione delle limitate scadenze sul comparto, il peso dei BTP triennali è aumentato di alcuni punti percentuali. Nel segmento dei BTP nominali con scadenza quinquennale, invece, il quadro è leggermente diverso, in quanto le emissioni lorde nel 2017 si sono attestate su un ammontare sostanzialmente in linea con quello dell'anno precedente, sia in valore assoluto (intorno ai 35 miliardi) sia in valore percentuale del totale emesso (circa l'8,5%). Rispetto alla composizione dello stock dei titoli in circolazione, considerando che nel 2017 sono venuti a scadere titoli per un importo considerevole - oltre 45 miliardi di euro - il peso della scadenza quinquennale si è ridotto in modo significativo.

Nel 2018, le scelte di politica di emissione del Tesoro saranno improntate ad un maggior bilanciamento sugli importi complessivamente emessi in ciascuno di questi due segmenti, e comunque per volumi che, nell'insieme, dovrebbero essere inferiori rispetto a quelli dello scorso anno. Tenuto conto che nel 2018 ci saranno importanti scadenze su entrambi i settori, pari rispettivamente a oltre 41 miliardi e circa 37 miliardi, le emissioni nette per entrambi i segmenti dovrebbero risultare negative, in particolare sulla scadenza a 3 anni, considerati gli elevati volumi da rimborsare.

Sarà assicurata sul mercato primario una presenza regolare e continua non solo attraverso la riapertura di titoli in corso di circolazione, ma anche attraverso il lancio di nuovi titoli per i quali si prevede di collocare, su entrambe le scadenze, almeno due nuovi *benchmark*. La decisione circa l'opportunità di lanciare nuovi titoli e la tempistica con la quale saranno proposti al mercato verrà comunicata di volta in volta nei Programmi Trimestrali e sarà ponderata in modo da tener conto delle esigenze di finanziamento del Tesoro, della *performance* sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga, cercando altresì di garantire al titolo in circolazione un adeguato flottante finale.

Su entrambi i comparti il Tesoro si riserva la facoltà di offrire eventuali *off-the-run*, compatibilmente con la strategia generale di gestione del rischio di rifinanziamento e in presenza di specifiche necessità, al fine di garantire il buon funzionamento del mercato secondario. Eventuali aste di titoli *off-the-run* potranno avvenire indifferentemente a metà o fine mese. 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 e 10 anni

Dal momento in cui, nel 2013, è stato introdotto il BTP nominale con scadenza settennale, questo tratto della curva dei rendimenti italiana è divenuto un punto di riferimento da parte degli investitori, così come si evince anche dalla stabilità degli importi annuali in emissione, che negli ultimi anni è risultata costantemente superiore ai 30 miliardi di euro.

Al BTP decennale, invece, viene riconosciuto il ruolo di punto di riferimento dell'intera curva dei rendimenti nominali italiana, e pertanto per il Tesoro continuerà a offrire tale scadenza nell'ambito delle emissioni nel comparto BTP nominale, attraverso aste regolari su base mensile. Nell'ultimo quinquennio le emissioni complessive medie sul segmento si sono attestate intorno ai 40 miliardi e anche per il 2018 l'ammontare lordo dovrebbe mantenersi intorno a questa cifra.

Per entrambe le linee nel 2018 sono previste almeno due nuove emissioni, che saranno annunciate al mercato all'interno dei Programmi Trimestrali. Prima di decidere circa l'apertura di un nuovo *benchmark*, sarà effettuata un'approfondita analisi circa il contesto di mercato, la capacità dello stesso di recepire un nuovo *benchmark* in asta – normalmente per ammontari superiori rispetto alle ordinarie riaperture – e per individuare se il flottante complessivo dei titoli in corso di emissione è tale da garantire anche una eventuale futura riapertura in momenti successivi, come *off-the-run* in asta o in operazioni di concambio.

Nel 2018 ancora non sono presenti scadenze di titoli afferenti al comparto a 7 anni e, pertanto, le emissioni nette saranno positive e necessariamente coincideranno con le lorde, che dovrebbero attestarsi su valori non lontani da quelli raggiunti negli ultimi anni. Sullo stock dei titoli di Stato a fine 2018 la quota del BTP settennale sarà, di conseguenza, in aumento. Tale segmento manterrà una grande rilevanza al fine di consolidare i risultati ottenuti negli ultimi anni con riferimento alla vita media del debito.

Il Tesoro, in considerazione del ruolo strategico che riveste il titolo decennale per la gestione del debito, sia per il controllo del rischio di rifinanziamento che di tasso, manterrà su questo settore le emissioni lorde in linea con quelle già importanti dell'anno precedente, aumentando il suo peso rispetto allo stock del debito, anche grazie ad emissioni nette ampiamente positive.

Per entrambe le scadenze, per quanto concerne i titoli *off-the-run*, qualora si ravvedano necessità di normalizzazione della curva dei rendimenti, fenomeni di stress su specifici titoli, forte domanda specifica da parte degli investitori, questi titoli potranno essere offerti 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.

f) I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni)

Il 2017, così come il 2016, è stato un anno in cui la politica di emissione del Tesoro sui segmenti a lungo termine ha ottenuto risultati ampiamente soddisfacenti. Infatti per il secondo anno consecutivo le emissioni lorde su tutti gli strumenti nominali con scadenza superiore ai dieci anni - includendo anche quelle effettuate tramite le operazioni di concambio - si sono attestate intorno al 10% del totale delle emissioni dell'anno - circa 1 punto percentuale sopra nel 2016 - e pertanto per volumi complessivi che hanno superato i 40 miliardi di euro.

La politica di emissione sul comparto a lungo termine sarà incentrata nel fornire liquidità a tutti gli strumenti a disposizione attraverso collocamenti che saranno condotti con regolarità e continuità, valutando di volta in volta quali tra le scadenze disponibili offrire al mercato, tenendo 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. Tale scelta ricadrà, di norma, su uno o più titoli *on-the-run* da proporre nel ciclo d'asta di metà mese, fatta eccezione per il BTP con scadenza a 50 anni, il quale potrà essere offerto sia nei cicli d'asta di metà che di fine mese. Naturalmente, ove dalle informazioni ricevute e dalle proprie analisi si ravvisi la necessità e l'opportunità di riaprire titoli *off-the-run*, ci si riserva la facoltà di emetterli con la massima flessibilità, cioè sia sfruttando entrambi i cicli d'asta (metà mese e fine mese), sia attraverso la possibilità di emettere congiuntamente più titoli *off-the-run*.

Pur volendo mantenere una quota percentuale di emissioni lorde sostanzialmente in linea con il *trend* di volumi emessi nell'ultimo biennio, l'ammontare complessivo in valore assoluto, considerate le minori necessità di *funding* dell'anno, dovrebbe contestualmente ridursi. Ciò nonostante, non essendoci titoli in scadenza nel comparto, le emissioni nette saranno ampiamente

positive e pertanto il peso del comparto a lungo termine sul totale dello stock dei titoli di Stato continuerà a crescere.

Il Tesoro, come detto, non annuncerà i nuovi titoli da emettere all'interno del Programma Trimestrale, tuttavia nel corso del 2018 valuterà l'opportunità di emettere, tramite sindacato di collocamento, un nuovo titolo sulla scadenza a 20 anni nonché, qualora le condizioni di mercato e della domanda siano favorevoli, anche nuovi titoli sulle altre scadenze del settore.

Anche nel 2018, il Tesoro continuerà a premiare l'attività svolta dagli operatori Specialisti su questi segmenti di curva, sia sul mercato primario che sul mercato secondario, riservandosi la facoltà di incrementare la percentuale di ammontare offerto nel rispettivo collocamento supplementare riservato agli Specialisti di un ulteriore 5%. Gli importi di diritto per ciascun Specialista su questa quota aggiuntiva verranno attribuiti per metà in ragione della performance di ogni Specialista sulla piattaforma di mercato secondario selezionata per la loro valutazione e per la restante metà sulla base della quota di primario aggiudicata nelle ultime tre aste sugli stessi segmenti.

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

Nel 2018 verrà a scadenza un titolo BTP€i a 5 anni per circa 10,8 miliardi di euro (importo non rivalutato). Sebbene nel corso del 2017 il volume delle emissioni non abbia consentito di pareggiare l'ammontare di titoli in scadenza, il prossimo anno, anche in virtù delle condizioni favorevoli create dall'evoluzione del quadro macroeconomico e ove consentito dalle condizioni di mercato, vi sarà un aumento del valore assoluto delle emissioni di titoli indicizzati all'inflazione europea; pertanto, nel 2018 le emissioni nette risulteranno positive e si prevede un aumento della quota di tale tipologia di titoli rispetto allo stock totale dei titoli di Stato in circolazione. Considerando che anche per il BTP Italia l'assenza di scadenze farà registrare emissioni nette positive, nel 2018 la quota dei titoli indicizzati all'inflazione (sia europea che italiana, quindi tenendo conto anche del BTP Italia) rispetto al totale del debito vedrà un aumento rispetto al 2017.

Questo esito sarà frutto di una politica di emissione che continuerà ad assicurare la regolarità delle emissioni, la presenza continua sul mercato con cadenza mensile e con il contributo di tutte le scadenze, basandosi come di consueto su un'attenta valutazione delle specifiche condizioni di mercato e della domanda.

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.

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.

Come noto, per il comparto degli indicizzati, i nuovi titoli in emissione non vengono annunciati all'interno del Programma Trimestrale. Tuttavia, nel corso del 2018 il Tesoro valuterà l'opportunità di emettere un nuovo titolo con scadenza a 5 anni e, qualora le condizioni di mercato e della domanda siano favorevoli, anche di un nuovo *benchmark* sul tratto a lungo termine della curva dei rendimenti reali, quest'ultimo sicuramente tramite sindacato di collocamento.

Nel caso dell'eventuale lancio di nuovi *benchmark*, il Tesoro, sulla base dei riscontri di mercato e delle esigenze di un'ottimale gestione dei flussi di cassa, continuerà a prediligere, come già avvenuto nel lancio del nuovo BTP€i a 5 anni nel 2016 e del BTP€i a 10 anni nel 2017, il ciclo cedolare maggio-novembre.

IL BTP ITALIA

Il BTP Italia, giunto nel 2017 alla sua dodicesima emissione, ha confermato il suo elevato gradimento da parte degli investitori, sia privati che istituzionali. I due collocamenti di maggio e novembre hanno avuto un esito ampiamente soddisfacente, contribuendo all'evoluzione della curva dei BTP Italia e alla realizzazione di un mercato pienamente liquido e sviluppato.

A differenza dell'anno appena trascorso, la scelta di estendere la durata del titolo a partire dal 2014 ha fatto sì che il prossimo anno non vi siano BTP Italia in scadenza. Nonostante non vi sia l'esigenza di rifinanziare scadenze, in considerazione della rilevanza del ruolo che ormai il titolo riveste all'interno del mercato *retail* e al fine di continuare a fornire a questo tipo di investitori uno strumento di protezione dei loro risparmi, nel 2018 il Tesoro si impegna a garantire almeno

un'emissione di BTP Italia con scadenza a 6 anni. Ove se ne riscontrino le condizioni, si valuterà la possibilità di effettuare un secondo collocamento nel corso dell'anno.

I titoli offerti nel corso del prossimo anno presenteranno le stesse caratteristiche finanziarie di quelli già presenti sul mercato: tasso cedolare reale annuo fisso, indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale, rimborso su base semestrale della rivalutazione del capitale e premio di fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. I titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio. 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 continuerà ad essere 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. Inoltre, tali collocamenti rimarranno aperti anche agli investitori istituzionali, in considerazione dell'ampio e continuo interesse mostrato per il titolo indicizzato all'inflazione italiana sia da operatori domestici che da investitori esteri.

Infine, pur in assenza di scadenze nel corso del prossimo anno, il Tesoro in linea con quanto già avvenuto nel 2017, si riserva di approfondire la possibilità di ricorrere ad operazioni straordinarie di gestione degli elevati importi di BTP Italia in scadenza negli anni successivi, mediante operazioni di riacquisto o concambio, valutando la modalità più efficiente per l'esecuzione di tali operazioni.

LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Nel 2018 si prevede di fare ricorso alle operazioni straordinarie di concambio e riacquisto per gestire il rischio di rifinanziamento, rimodulando il profilo delle scadenze e favorendo al contempo la liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli di Stato. In continuità con quanto avvenuto negli ultimi anni, tali operazioni saranno volte in particolare a ridurre la concentrazione di rimborsi previsti nel biennio 2019-2020. L'utilizzo delle operazioni straordinarie dipenderà, comunque, dalle condizioni prevalenti sul mercato secondario e, per il riacquisto, anche dal livello delle giacenze del Conto disponibilità e del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Per il concambio, come di consueto, si prevede l'utilizzo del sistema telematico di negoziazione, che opera sul mercato secondario regolamentato, o del sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia; per i riacquisti, si potrà ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia o a negoziazioni bilaterali o, infine, adottare nuove modalità di esecuzione, che potrebbero includere lo svolgimento delle operazioni sulla piattaforma dedicata del mercato secondario all'ingrosso, come già avviene per il concambio.

EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

I due canali tramite i quali il Tesoro assicura da tempo la sua presenza sui mercati esteri sono il *Global Bond Program* e il *Medium Term Notes*.

Mediante l'attività sui mercati internazionali il Tesoro ha la possibilità di allargare ulteriormente la base degli investitori in Titoli di Stato italiani e di contenere i costi sostenuti rispetto al mercato domestico.

Tenuto conto dei possibili vantaggi economici legati alle emissioni estere e del loro ruolo nella gestione del debito, il Tesoro ha intenzione di vagliare tutte le opportunità che si presenteranno per emissioni in questi due formati nel corso del 2018, considerato anche che i titoli internazionali in scadenza nel corso dell'anno ammontano a circa 3 miliardi di euro.

Nel dettaglio, il *Global Bond* è un programma nato nel 1993 e rappresenta uno strumento diretto a investitori di alto profilo, diversificati dal punto di vista della distribuzione geografica: esso ha consentito al Tesoro, in passato, di posizionarsi tra i più rilevanti emittenti non domestici sul mercato del dollaro statunitense, grazie ai volumi emessi (almeno due miliardi ad emissione) e a una curva dei rendimenti completa e sufficientemente liquida.

Allo stato attuale l'ammontare complessivo in circolazione di emissioni in formato *Global* è piuttosto contenuto (5,5 miliardi di dollari, corrispondente allo 0,24% dei titoli in circolazione a fine novembre 2017), dei quali 3,5 con scadenza nel 2023 e 2 miliardi nel 2033, in quanto negli ultimi anni il contesto di mercato non ha favorito emissioni in questo formato; l'ultima operazione risale, infatti, al 2010.

Nel 2018 il Tesoro sarà impegnato in un'approfondita e costante attività di monitoraggio del comparto, al fine di tornare a emettere in formato *Global* tenendo accuratamente in considerazione

i costi connessi con questa tipologia di emissione. Inoltre, occorre sottolineare che il processo volto all'attuazione di accordi di garanzie bilaterali (*Credit Support Annex*) è ormai sostanzialmente completato: essendo oggetto delle garanzie tutte le nuove operazioni in derivati, incluse le coperture di nuove emissioni in valuta estera, ciò consentirà di ridurre notevolmente i costi relativi ai *cross currency swap*, rendendo così più agevole la realizzazione di nuove emissioni nel corso dell'anno.

Pertanto, vista la lunga assenza dal comparto *Global* e disponendo di tutti gli strumenti normativi per firmare accordi di collateralizzazione per la mitigazione dei rischi, si prospetta un concreto ritorno del Tesoro su tale mercato nel corso dell'anno. È in quest'ottica che è stata condotta un'analisi sulla valenza del gruppo di *dealer* (una dozzina) che hanno agito in passato come *Lead Manager* del programma: oggi sembra opportuno ampliare il gruppo a tutti gli Specialisti in titoli di Stato che mostrano un'apprezzabile capacità di penetrazione sul mercato del dollaro. Nel corso del 2017, ben 9 dei 18 Specialisti in titoli di Stato hanno occupato le prime 10 posizioni nella classifica di categoria (*Global* in USD per il comparto SSA) e al totale degli Specialisti è attribuibile poco meno dei 2/3 del totale dei volumi emessi in dollari.

Il programma dei prestiti a medio termine, *Medium Term Notes*, attivo dal 1998, rappresenta, invece, un programma diretto a investitori interessati a detenere in portafoglio titoli in euro o in altre valute (generalmente diverse dal dollaro e dallo yen) e mediante il quale il Tesoro può effettuare emissioni in formato pubblico e privato (attualmente corrisponde al 2% del totale dei titoli in circolazione). Questo tipo di emissione è caratterizzato da ampia flessibilità e offre la possibilità di valutare di volta in volta la convenienza di nuove operazioni, allineando le specifiche richieste in termini di struttura e di scadenza da parte degli investitori alle esigenze dell'emittente.

Come di consueto, con riferimento ai collocamenti privati, che sono quelli che hanno contraddistinto le emissioni in formato MTN in tempi recenti, saranno prese in considerazione solo le proposte con le seguenti caratteristiche: scadenza almeno pari a tre anni, ammontare minimo almeno pari a 200 milioni di euro e un importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro.

La realizzazione di nuovi piazzamenti sarà attentamente esaminata tenendo conto sia della domanda da parte dagli investitori istituzionali, sia delle condizioni presenti sui mercati, sia del costo di finanziamento, che dovrà essere di norma inferiore a quello imputabile ai corrispondenti titoli domestici "teorici" con le medesime caratteristiche, evitando inoltre ripercussioni negative sulle emissioni pubbliche in euro.