

*2019*

---

Linee guida  
della gestione del debito pubblico

---



**Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico**  
**Anno 2019**

**Sommario**

PREMESSA .....	2
LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2019.....	3
Considerazioni introduttive .....	3
IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	6
1. Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione.....	6
2. La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli .....	8
3. I titoli nominali a tasso fisso e variabile .....	10
a) I BOT e la gestione della liquidità.....	10
b) I CTZ 24 mesi.....	11
c) I CCTeu .....	12
d) I BTP nominali a 3 e 5 anni.....	12
e) I BTP nominali a 7 anni e 10 anni .....	13
f) I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni) .....	14
4. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i).....	16
IL BTP ITALIA.....	17
LE OPERAZIONI DI <i>LIABILITY MANAGEMENT</i> : Concambi, Riacquisti e Derivati .....	18
EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	19

## **PREMESSA**

In linea con una prassi ormai ampiamente consolidata, il Dipartimento del Tesoro pubblica le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2019. Obiettivo del documento è quello di sottoporre all'attenzione dei partecipanti al mercato del debito pubblico italiano diverse informazioni, di tipo sia qualitativo che quantitativo, circa la strategia di emissione e gestione dei titoli di Stato per i prossimi dodici mesi. In particolare, vengono forniti dettagli circa i piani di emissione sui diversi comparti e sulle varie scadenze, nonché l'approccio che verrà adottato per rispondere sia alle esigenze strategiche del Tesoro dal punto di vista della gestione dei principali rischi sia all'evoluzione delle condizioni di mercato lungo il corso dell'anno. Per ripercorrere tutti i profili della gestione del debito nel 2018, nel contesto dell'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica del periodo, si rimanda al Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico del 2018 che verrà pubblicato durante il 2019.

# LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2019

## Considerazioni introduttive

Il 2018 è stato un anno particolarmente complesso per la gestione del debito pubblico. Nelle Linee Guida dello scorso anno erano stati individuati tre fattori che avrebbero presumibilmente guidato l'evoluzione dei mercati finanziari durante l'anno: un quadro macroeconomico nazionale in progressivo miglioramento, i rischi provenienti da un quadro geopolitico internazionale e nazionale foriero di un elevato grado di incertezza e l'entrata in vigore di nuove regolamentazioni in materia bancaria e finanziaria, soprattutto a livello europeo. Si può certamente affermare che tra i tre fattori quello che ha prevalso di gran lunga è stato quello legato agli eventi geopolitici internazionali e nazionali. È stato questo, infatti, il fattore ad aver segnato una netta discontinuità tra il 2017 ed il 2018, discontinuità che pure il documento dello scorso anno correttamente prevedeva.

In effetti, nonostante nella prima parte dell'anno sia proseguita in Europa una tendenza macroeconomica positiva, sulla scia della continua espansione nordamericana, la situazione è andata progressivamente mutando nel secondo semestre, anche per effetto dell'inasprimento del confronto tra USA e Cina in tema di dazi e i conseguenti primi segnali di rallentamento del commercio mondiale. Questo ha avuto effetti inevitabili anche sull'economia europea che, infatti, nel terzo trimestre ha visto molti paesi con crescita nulla o negativa, inclusa l'Italia. In questo quadro, già di per sé sfidante, si è inserito il laborioso processo di formazione del nuovo governo italiano dopo le elezioni del 4 marzo e l'annuncio di scelte da parte di quest'ultimo, soprattutto in materia di politica fiscale, che si prospettavano in netta discontinuità rispetto ai governi precedenti.

In concomitanza con la fase di definizione del programma di governo (dalla seconda metà di maggio) e successivamente con la pubblicazione dei primi documenti ufficiali di politica fiscale, il mercato dei titoli di Stato ha sperimentato fasi di forte tensione che si sono tradotte in un cospicuo allargamento del differenziale di rendimento rispetto ai principali paesi europei (Germania in primis) e un incremento sostanziale della volatilità dei corsi dei titoli che, sebbene con intensità diverse, è proseguita fino alla fine del 2018.

Le conseguenze per la gestione del debito sono state molto significative, sia in termini di aumento del costo delle nuove emissioni che di riduzione della liquidità dei titoli sul mercato secondario, particolarmente rilevante per alcune tipologie. Tuttavia, se si guarda all'anno nella sua interezza, il costo medio all'emissione nel 2018 risulta essere stato pari all'1,07%, un livello in salita rispetto allo 0,68% del 2017, ma ancora particolarmente basso in una prospettiva storica.

D'altra parte, la struttura del debito ha consentito che gli sviluppi di questi mesi non si traducessero in un immediato e sostanziale incremento del costo medio del debito, nonostante l'entità affatto trascurabile della risalita dei tassi di interesse sui collocamenti effettuati a partire dalla seconda metà di maggio. Dalle prime stime emerge infatti che nel 2018 il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi e lo stock di debito delle Pubbliche Amministrazioni, dovrebbe attestarsi al di sotto del 3%, analogamente al 2017, un valore storicamente ancora molto basso. Questo risultato si deve, come già accennato, alle caratteristiche della composizione del debito, che alla fine del 2018, relativamente allo stock di titoli di Stato, presenta una vita media pari a 6,78 anni, un dato solo marginalmente inferiore a quello di fine 2017 pari a 6,9 anni. Una vita media lunga tende infatti non solo a mitigare il rischio di rifinanziamento, diluendo nel tempo i volumi da collocare sul mercato per coprire il debito in scadenza, ma segnala anche la minore esposizione dell'emittente a incrementi repentini dei tassi di interesse, esattamente come accaduto a partire dalla seconda metà del mese di maggio.

Nel 2019 le emissioni a medio lungo termine del Tesoro (quindi escludendo i BOT) saranno finalizzate alla copertura dei titoli a medio lungo termine in scadenza, che saranno pari a circa 201 miliardi di euro (quasi 17 miliardi in più di quelli 2018), e del fabbisogno del settore statale, che alla luce degli ultimi sviluppi attinenti alla sessione di bilancio in Parlamento, dovrebbe attestarsi intorno ai 50 miliardi di euro (quindi solo in lieve risalita rispetto al presumibile valore di consuntivo del 2018).

Dal punto di vista macroeconomico e dei rischi geopolitici nazionali ed internazionali, il 2019, in base alle informazioni attualmente disponibili, sarà caratterizzato da un livello di incertezza analogo a quello dell'anno in corso, e questo rende difficile prevedere non solo l'evoluzione dei tassi sul debito italiano ma anche quella dei tassi europei. Tale incertezza sarà anche alimentata dal fatto che a partire da gennaio il programma di acquisti di titoli di Stato da parte della BCE, nell'ambito del cosiddetto *Public Sector Purchase Program*, continuerà limitatamente al reinvestimento dei titoli in scadenza. Pur essendo questo aspetto noto da molti mesi e quindi ampiamente prezzato dal mercato, è plausibile che possa avere un impatto sul funzionamento del mercato secondario e sulle scelte di investimento degli altri sottoscrittori del debito.

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

- a) garantire copertura del fabbisogno a costi il più possibile in linea con l'andamento del mercato;
- b) consolidare i risultati già acquisiti in termini di esposizione ai principali rischi, in particolare quello di tasso di interesse e di rifinanziamento;
- c) contribuire ad un progressivo miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato secondario, soprattutto per quei segmenti e comparti che nella seconda metà del 2018 hanno mostrato maggiori difficoltà sotto questo profilo;
- d) rendere maggiormente efficiente la gestione delle giacenze liquide del Tesoro anche mediante una maggiore diversificazione degli strumenti.

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

- a) l'impegno a garantire prevedibilità e regolarità delle emissioni su tutti i principali segmenti dei titoli domestici;
- b) la calibrazione dei volumi offerti al mercato in modo da dare maggiore peso ai settori con migliore liquidità sul secondario e più profondità di domanda;
- c) l'uso di strumenti di *liability management* (come i concambi ed i *buyback*), in linea con l'approccio seguito nel 2018, con una frequenza ed intensità funzionali all'andamento di mercato, con il fine di ridurre le dislocazioni su specifici titoli, migliorare la liquidità del secondario e gestire il profilo dei rimborsi degli anni futuri;
- d) l'impegno a diversificare la base di investitori anche mediante emissioni in valuta estera in formato *Global* oltre che EMTN, in particolare in dollari;
- e) l'eventuale ricorso a strumenti innovativi, anche specificatamente dedicati agli investitori *retail*, dopo approfondite valutazioni, analisi di fattibilità e indagini di mercato.

Nel Rapporto sul Debito Pubblico 2018 verranno descritte dettagliatamente tutte le diverse componenti dell'attività di gestione del debito dell'anno che sta per chiudersi, con l'evidenziazione degli obiettivi perseguiti e dei risultati raggiunti.

# 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 Direzione del Debito Pubblico anche nel 2019 adoterà una politica di comunicazione ormai consolidata nei confronti di tutti gli attori interessati al tema della gestione del debito, in particolare verso gli investitori in titoli di Stato, assicurando la più ampia trasparenza nella definizione della strategia e delle specifiche scelte di emissione, pur riservandosi alcuni elementi di flessibilità utili per garantire le scelte di gestione più appropriate, soprattutto in contesti di mercato la cui evoluzione risulta di difficile prevedibilità. Tali 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.

Nella *home page* del sito del Debito Pubblico ([www.debitopubblico.it](http://www.debitopubblico.it)) viene pubblicato il Calendario Annuale, all'interno del quale sono riportate le date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato in programma nel corso del 2019, nonché le rispettive date di annuncio e di regolamento, distinte per categorie di titoli in offerta.

Inoltre, sempre all'interno della *home page* del sito del Debito Pubblico, viene pubblicato 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.

Periodicamente, il Tesoro pubblicherà i Programmi Trimestrali di Emissione, con i quali integra le informazioni da fornire al mercato, rendendo noto quali saranno 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. Per i nuovi titoli da emettere nel trimestre, di volta in volta il Tesoro deciderà se oltre alla tipologia e durata del titolo, è opportuno fornire anche l'esatta data di scadenza nonché quella di godimento, al fine di rispondere alle eventuali esigenze di flessibilità dettate dall'andamento di mercato. Saranno comunicate, inoltre, le eventuali riaperture di titoli in corso di emissione.

Infine, tre giorni prima di ciascuna asta, così come previsto nel Calendario Annuale, verrà diramato il Comunicato di emissione, che informa il mercato circa i titoli specifici in offerta ed i relativi quantitativi. Tali comunicati contengono inoltre ulteriori informazioni utili per l'investitore quali, per esempio, la tempistica entro cui presentare le domande, l'ammontare offerto nel collocamento supplementare riservato agli operatori Specialisti, i soggetti che possono partecipare all'asta con le relative modalità di partecipazione e, infine, se il titolo offerto in asta viene ammesso alle attività di *stripping*.

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**

<b>Tipologia di titolo</b>	<b>Data annuncio</b>	<b>Asta</b>	<b>Data Regolamento asta</b>
Tutte le tipologie emesse in asta	T-3	T	T+2

Il Calendario Annuale del 2019 prevede che, in alcune sporadiche occasioni, l'asta BOT e/o dei titoli a medio-lungo termine non seguirà le tempistiche standard, per tener conto di vari aspetti quali, tra l'altro, il posizionamento della data dell'asta rispetto a festività nazionali o internazionali. Relativamente all'ammontare offerto nel collocamento supplementare riservato agli operatori Specialisti, come per lo scorso anno, il Tesoro continuerà ad avvalersi di alcuni elementi di flessibilità. In particolare, per i titoli a medio-lungo termine le quote di riapertura continueranno ad essere per le prime *tranche*, pari al 30% e per quelle successive pari al 15%, mentre per i titoli nominali ed indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai dieci anni, la quota ordinaria potrà essere incrementata di un ulteriore 5% e decisa di volta in volta nell'annuncio dell'asta ordinaria. Resta valida la novità introdotta nel 2018 circa la metodologia di calcolo dell'importo di diritto per ogni Specialista su tale quota aggiuntiva del 5%, la quale prevede che tale diritto venga calcolato per metà sulla base della performance valutata sul mercato secondario elettronico di riferimento e per la restante metà sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative allo stesso segmento.



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

Relativamente alla periodicità dell'offerta mensile dei titoli di stato nei vari cicli d'asta, sia per gli appuntamenti di metà mese che per quelli di fine mese, nel 2019 non vi saranno rilevanti modifiche.

Per il comparto BOT, quelli con scadenza a 12 mesi saranno offerti nelle aste di metà mese, mentre quelli con scadenza semestrale saranno collocati a fine mese. L'offerta dei BOT a 3 mesi avverrà, qualora esigenze di cassa lo rendessero necessario, a metà mese, insieme ai BOT annuali. I BOT con scadenza flessibile potranno essere proposti indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese.

L'offerta dei titoli *on-the-run* del comparto nominale a medio-lungo termine continuerà ad essere articolata in due tornate d'asta, una a metà e una a 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. Relativamente all'unico titolo BTP sulla scadenza a 50 anni, il Tesoro si impegnerà, come per tutti i titoli del comparto domestico, a garantirne un'adeguata liquidità attraverso successive riaperture, che potranno avvenire sia in asta, indifferentemente nei cicli di metà e/o fine mese, sia attraverso collocamenti sindacati.

Nelle aste di fine mese, tra l'altro, saranno offerti, regolarmente e di norma nello stesso giorno - fatta eccezione per l'asta di dicembre, mese in cui l'offerta del titolo indicizzato non è calendarizzata - i CTZ ed i titoli indicizzati all'inflazione europea, i BTP€i.

Di conseguenza, le aste di fine mese si svolgeranno nell'arco di tre giorni e saranno organizzate in questo modo: nel primo giorno si svolgerà l'asta dei BTP€i e dei CTZ a 24 mesi, la cui data di regolamento di norma cadrà il giorno antecedente l'ultimo giorno 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 ed i CCTeu, con regolamento il primo giorno lavorativo TARGET del mese successivo a quello di svolgimento dell'asta stessa. Per tutte le aste gli annunci verranno emanati tre giorni lavorativi precedenti quello di collocamento.

Il ricorso al collocamento in asta di titoli *off-the-run* potrà avvenire, anche nel 2019, qualora il Tesoro lo ritenga opportuno ed in circostanze che richiedano un intervento volto a favorire l'ottimale funzionamento del mercato secondario, rimuovere eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato e/o soddisfare esigenze della domanda verso specifici titoli.

Pertanto, 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 e tempestività nelle sue scelte di emissione. Inoltre, in particolari condizioni di mercato e in via del tutto eccezionale, rimane aperta 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*).

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 garantirsi la massima flessibilità e, comunque, qualora lo richiedano particolari esigenze di liquidità, di funzionamento e/o di domanda del mercato, il Tesoro potrà, in casi eccezionali, 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 con i partecipanti al mercato stesso, saranno annunciati attraverso i consueti canali di comunicazione.

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**

Anche per il 2019, le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) saranno condotte sulle tradizionali scadenze a 6 e 12 mesi, a cui potranno eventualmente affiancarsi i titoli trimestrali e i cosiddetti BOT flessibili, con durate diverse legate a specifiche esigenze di gestione della liquidità. I BOT annuali e semestrali saranno offerti con regolarità ed i relativi importi tenderanno a garantire il rinnovo delle scadenze e, in particolare per quanto riguarda la scadenza annuale, tenendo conto della domanda e delle condizioni di mercato, sarà possibile un incremento del saldo delle emissioni nette.

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 sul 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.

Durante il prossimo anno, infine, il Tesoro manterrà la propria costante presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul Conto disponibilità per il servizio di tesoreria (OPTES). Tale operatività prevede un'attività quotidiana con lo svolgimento di operazioni di impiego o raccolta della liquidità, a seconda delle necessità di *cash management*. 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**

Nel corso del 2019 il volume di CTZ in scadenza sarà pari a circa 23 miliardi di euro, importo pressoché in linea con quello degli anni recenti. Infatti, la politica di emissione adottata dal Tesoro negli ultimi anni, orientata al contenimento delle emissioni di strumenti a breve termine a favore di quelli a medio-lungo termine, ha portato ad una sostanziale stabilizzazione dell'ammontare di scadenze annuali su tale comparto.

Per ciò che concerne il volume delle emissioni, anche nel 2019 il Tesoro sarà presente sul mercato per importi complessivi pressoché in linea con i volumi in scadenza, ma valuterà, considerato anche il buon andamento della domanda riscontrata negli ultimi mesi del 2018 e secondo criteri di emissione tesi a favorire l'efficienza sul mercato secondario, la possibilità di realizzare emissioni nette leggermente positive. Inoltre, insieme alla normale riapertura dei titoli in circolazione, all'interno del comparto dei CTZ saranno presumibilmente introdotti due nuovi titoli *benchmark*.

Infine, in linea con quanto già avvenuto negli ultimi anni, al fine di contenere l'ammontare di titoli da rifinanziare nel biennio 2019-2020, il Tesoro valuterà la possibilità di inserire anche i CTZ tra i titoli oggetto di riacquisto in eventuali operazioni di concambio o riacquisto.

### **c) I CCTeu**

Come l'anno appena trascorso, anche il 2019 vedrà un ulteriore calo dei volumi in scadenza nel comparto CCTeu: verrà infatti a scadere un unico titolo per un ammontare pari a circa 12,5 miliardi, circa metà dei volumi in scadenza nel 2018.

Nel corso della seconda metà del 2018 sul segmento dei CCTeu si sono manifestate con particolare evidenza le tensioni che si sono riversate sul debito pubblico italiano. Tale effetto si è manifestato in modo significativo sui corsi dei titoli, scesi ampiamente sotto la pari.

Pertanto, al fine di agevolare il processo di normalizzazione della liquidità di tale strumento e il percorso di riallineamento in termini di costo rispetto ai BTP di pari durata, nel 2019 il Tesoro continuerà a garantire al mercato l'offerta dei CCTeu con un volume di emissioni che in valore assoluto risulterà in riduzione rispetto a quello dell'anno precedente. Inoltre, in linea con le azioni già intraprese nel corso del 2018, qualora si presentasse la necessità, tale obiettivo verrà perseguito anche attraverso operazioni di concambi e *buyback* volte ad alleviare possibili tensioni presenti sul settore. Visto il ridotto ammontare dei volumi in scadenza, si stima che nel 2019 le emissioni nette del comparto risulteranno positive. Per quanto riguarda invece la quota di CCTeu in relazione allo stock complessivo dei titoli in circolazione, si stima che questa rimanga pressoché invariata, in linea con la strategia del Tesoro orientata alla stabilizzazione 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*, che presenteranno una scadenza all'emissione compresa nell'intervallo tra 5 e 7 anni, che verrà valutata tenendo conto delle condizioni di mercato e della domanda.

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**

Sulla scadenza triennale del comparto dei BTP nominali, durante il 2018, le emissioni del Tesoro si sono attestate intorno ai 36 miliardi di euro, un valore in linea con quelle dell'anno precedente, mentre sono state lievemente in aumento se calcolate in percentuale rispetto al totale dei titoli

emessi nell'anno. Nel segmento dei BTP nominali con scadenza quinquennale, invece, le emissioni lorde nel 2018 si sono attestate su un ammontare inferiore se confrontato con quello dell'anno precedente, sia in valore assoluto (intorno ai 31 miliardi) sia in valore percentuale del totale emesso (circa il 7,9%).

Nel 2019, le scelte di emissione del Tesoro seguiranno l'impostazione già intrapresa nel corso del 2018 e pertanto saranno improntate ad una calibrazione degli importi da emettere nei due segmenti per importi complessivamente non dissimili da quelli dell'anno precedente, ma con una tendenza a pesare maggiormente il segmento triennale rispetto a quello quinquennale. Pertanto, considerando che le scadenze nel 2019 saranno pari a oltre 24 miliardi e circa 47 miliardi rispettivamente per la scadenza a 3 e 5 anni, le emissioni nette per il segmento triennale saranno certamente positive, mentre dovrebbero risultare negative sulla scadenza a 5 anni.

Il Tesoro garantirà una presenza regolare e continua nel collocare questi due segmenti attraverso la riapertura dei titoli in circolazione, fino a quando non avranno raggiunto un flottante adeguato e tale da garantire loro una soddisfacente liquidità sul mercato secondario, e attraverso il lancio di nuovi titoli per i quali si prevede di emettere, su entrambe le scadenze, almeno due nuovi *benchmark*. L'opportunità di lanciare nuovi titoli sarà ponderata in modo da tener conto delle esigenze di finanziamento del Tesoro e della *performance* sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga. La tempistica con la quale questi ultimi saranno proposti al mercato verrà preannunciata, come di consueto, nei Programmi Trimestrali di Emissione.

Il Tesoro, al fine di garantire il buon funzionamento del mercato secondario e in presenza di specifiche necessità, su entrambi i comparti si riserva la facoltà di offrire eventuali *off-the-run* tramite asta, indifferentemente nella tornata di metà mese 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**

Anche nel 2018, le emissioni del Tesoro sulla scadenza settennale del comparto dei BTP nominali, si sono mantenute su livelli in linea con quelli degli anni precedenti, superiori ai 30 miliardi di euro (circa 33 miliardi). Nel 2019 le emissioni nette sul comparto si manterranno ampiamente positive dal momento che ancora non sono giunti in scadenza i primi titoli settennali. Tuttavia, le emissioni lorde potrebbero collocarsi su valori inferiori rispetto a quelli degli anni precedenti. Pertanto, sullo

stock dei titoli di Stato a fine 2019 la quota del BTP settennale sarà in aumento e continuerà a costituire un segmento estremamente utile al fine di contribuire a consolidare la vita media del debito.

Il Tesoro, considerato il ruolo assegnato al BTP decennale, quale punto di riferimento dell'intera curva dei rendimenti nominali italiana, continuerà a offrire tale scadenza nell'ambito delle emissioni nel comparto BTP nominale, attraverso aste regolari su base mensile. Nel 2019 vi saranno scadenze nel comparto per oltre 48 miliardi e, nonostante tale consistente volume in scadenza, le emissioni nette potrebbero risultare marginalmente negative.

Come di consueto, all'interno dei Programmi Trimestrali di Emissione saranno annunciate le nuove linee che verranno emesse nel corso del 2019, che si prevede siano almeno due per entrambi i segmenti. Prima di decidere circa l'apertura di un nuovo *benchmark*, sarà effettuata un'approfondita analisi del contesto di mercato, della capacità dello stesso di recepire un nuovo *benchmark* in asta – normalmente per volumi superiori rispetto alle ordinarie riaperture – e per verificare se il flottante complessivo dei titoli in corso di emissione sia tale da garantire anche una eventuale futura riapertura in momenti successivi, come *off-the-run* in asta o in operazioni di concambio.

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 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)**

Nel 2018, nonostante sia stato un anno in cui l'appetito degli investitori verso questo segmento di curva non sia stato altrettanto intenso come nei recenti anni passati, il Tesoro, attraverso una gestione attenta dell'offerta nei vari segmenti disponibili, ha collocato volumi complessivi per circa 30 miliardi di euro. Si tratta di volumi inferiori a quelli degli anni passati ma che, comunque, rappresentano circa il 7,2% delle emissioni totali del 2018. Nel valutare i risultati conseguiti nell'anno, si deve altresì tener conto del contesto di mercato, che ha permesso al Tesoro di poter emettere un solo nuovo *benchmark* in questa parte della curva.

La politica di emissione sul comparto a lungo termine non subirà cambiamenti sostanziali e, come negli anni scorsi, anche nel 2019 sarà incentrata nel fornire liquidità a tutti gli strumenti a disposizione attraverso collocamenti che saranno condotti con regolarità e continuità. Dopo aver acquisito le necessarie informazioni - attraverso canali diretti e indiretti - con gli investitori e con gli operatori più attivi su questi strumenti e considerando le dinamiche degli scambi sul mercato secondario, sarà valutato, di volta in volta, quali tra le scadenze disponibili offrire al mercato. Tale scelta ricadrà, di norma, su uno o più titoli *on-the-run* da proporre nel ciclo d'asta di metà mese. Il BTP con scadenza a 50 anni, invece, 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*.

Le emissioni lorde in questo comparto dovrebbero attestarsi su livelli non dissimili rispetto a quelle dello scorso anno, e pertanto, considerata la scadenza di oltre 23 miliardi del titolo a 15 anni, sul settore a lungo termine il Tesoro prevede di effettuare emissioni nette positive. Tale obiettivo in ogni caso sarà largamente dipendente dalla possibilità per il Tesoro di collocare nuovi *benchmark*. Nel 2019, il Tesoro, laddove le condizioni del mercato e della domanda si rivelino favorevoli, valuterà l'opportunità di emettere tramite sindacato di collocamento un nuovo titolo sulla scadenza a 15 e/o a 30 anni. Come di consueto, data la natura dell'operazione svolta via sindacato e al di fuori del calendario d'asta, l'annuncio di nuovi titoli nel comparto avverrà tramite i normali comunicati stampa e non saranno presenti all'interno del Programma Trimestrale di Emissione.

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 a loro riservato 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)

A partire dalla seconda metà del 2018, anche sul comparto dei titoli indicizzati all'inflazione europea si è riversata parte della volatilità che ha investito il comparto dei nominali. Inoltre, sull'andamento dei titoli indicizzati ha pesato, soprattutto nella parte finale dell'anno, il generale quadro macroeconomico, caratterizzato da una progressiva riduzione delle aspettative di inflazione dell'area Euro e di una riduzione dei prezzi del petrolio. Questi elementi hanno fatto sì che negli ultimi mesi dell'anno i titoli indicizzati all'inflazione abbiano avuto una performance significativamente più debole in termini di valore relativo rispetto ai titoli nominali con scadenza analoga.

Il Tesoro ha tuttavia sostenuto tale comparto sia attraverso un'accorta politica di emissione, basata su una graduale riduzione dei quantitativi offerti, che attraverso un'operazione di riacquisto che ha interessato il BTP€i in scadenza a settembre 2019. Sebbene le condizioni di mercato non abbiano consentito al Tesoro di poter emettere un nuovo *benchmark* sul tratto a lungo termine della curva reale, le azioni precedentemente menzionate hanno consentito di essere presente sul mercato con continuità, senza inficiare l'efficienza nel funzionamento del mercato secondario.

Nel corso del 2019 verrà a scadenza un titolo BTP€i decennale per circa 18,8 miliardi di euro (importo non rivalutato), volume in aumento di circa 8 miliardi rispetto alle scadenze del 2018.

Per quanto riguarda le emissioni, il Tesoro, tenendo conto dell'evoluzione del quadro macroeconomico e del contesto di mercato, continuerà a distribuire mensilmente l'offerta sulle varie scadenze della curva dei rendimenti reali, per un ammontare che risulterà pressoché in linea con il volume in scadenza. Tuttavia, considerando che per il BTP Italia l'assenza di scadenze farà registrare emissioni nette positive, il peso dei titoli indicizzati all'inflazione rispetto allo stock totale dei titoli di Stato in circolazione potrà vedere un leggero aumento rispetto al 2018.

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. Nel corso del 2019, il Tesoro valuterà l'opportunità di

emettere un nuovo titolo con scadenza a 10 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, emissione questa risultata di difficile esecuzione nel 2018 e quindi non effettuata.

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

## IL BTP ITALIA

A partire dalla seconda metà del 2018, anche il settore dei titoli indicizzati all'inflazione italiana è stato investito dalle turbolenze che hanno interessato i titoli nominali, comportando il venir meno della tradizionale resilienza rispetto ai movimenti della curva dei nominali che normalmente caratterizza tale tipologia di strumento.

Analogamente all'anno appena trascorso, anche nel 2019 non vi saranno BTP Italia in scadenza. Pertanto, al fine di soddisfare il più possibile la domanda degli investitori *retail* e al fine di continuare a fornire a tale tipo di investitori uno strumento di protezione dei loro risparmi, nel 2019 il Tesoro sarà presente sul mercato con almeno un'emissione di BTP Italia. Inoltre, ove se ne riscontrino le condizioni, si valuterà la possibilità di effettuare un secondo collocamento nel corso dell'anno. Tuttavia, in considerazione della difficile prevedibilità dell'evoluzione delle condizioni di mercato e della domanda, il Tesoro si riserva la massima flessibilità nel valutare in prossimità del collocamento la scadenza più opportuna per l'emissione del nuovo titolo, che sarà ad ogni modo compresa tra i 4 e gli 8 anni.

I titoli offerti nel corso del prossimo anno presenteranno le stesse caratteristiche finanziarie di quelli già presenti sul mercato: tasso cedolare reale annuo fisso, indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale, rimborso su base semestrale della rivalutazione del capitale e premio di fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. I titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio. 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, il Tesoro in linea con quanto già avvenuto negli ultimi due anni, si riserva di approfondire la possibilità di ricorrere ad operazioni straordinarie di gestione degli 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. Inoltre, come avvenuto nel corso del 2018, che ha visto il Tesoro condurre un'operazione di concambio che dal lato del riacquisto ha coinvolto il BTP Italia con scadenza ad aprile 2020, tali operazioni potranno essere utilizzate anche per fornire un adeguato sostegno alla liquidità e all'efficienza del mercato secondario dei titoli di tale comparto, qualora si dovessero verificare condizioni di mercato tali da richiedere un intervento in tale direzione.

## **LE OPERAZIONI DI *LIABILITY MANAGEMENT*:**

### **CONCAMBI, RIACQUISTI E DERIVATI**

Il Tesoro negli ultimi anni ha fatto ricorso con crescente intensità all'utilizzo di operazioni straordinarie di concambio e riacquisto. Tali attività, caratterizzate da un'ampia flessibilità in termini di modalità di esecuzione, tempistiche di svolgimento e pluralità di obiettivi quali la gestione del rischio di rifinanziamento, la rimodulazione del profilo delle scadenze e il sostegno alla liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli di Stato, hanno sortito risultati ampiamente soddisfacenti. Nel 2018 tali operazioni hanno anche contribuito a ristabilire una adeguata pendenza della curva dei rendimenti dei titoli di Stato e a ripristinare, almeno in parte, un ordinato funzionamento degli scambi nel comparto dei CCTeu. Pertanto, in continuità con quanto avvenuto negli ultimi anni, tali operazioni continueranno ad essere effettuate tenendo conto delle condizioni del mercato secondario e con una frequenza/intensità guidata dalle situazioni di mercato specifiche, sempre tenendo conto delle finalità poc'anzi menzionate.

Per il concambio, potrà essere utilizzato sia il sistema telematico di negoziazione, sia il sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia. Non è escluso tuttavia che, come avvenuto durante il 2018, tali operazioni possano essere effettuate anche tramite sindacato, in considerazione della maggiore rapidità di esecuzione e dell'intervento diretto del Tesoro nella *policy* di allocazione del titolo tra gli investitori che ne facciano domanda. Per i riacquisti, si potrà ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia, a negoziazioni bilaterali, alla piattaforma dedicata del mercato secondario all'ingrosso, oppure, come già menzionato per il concambio, tramite operazioni sindacate.

L'attività in derivati per il 2019, in continuità con gli ultimi anni, sarà principalmente orientata a porre in essere, ove sussistano le condizioni, ristrutturazioni di posizioni presenti nel portafoglio esistente, con l'obiettivo di contribuire a rendere più efficiente il profilo costo-rischio del debito e facilitare la gestione dei flussi di cassa.

Inoltre, il sistema di accordi di collateralizzazione avviato nel 2018, a supporto dello svolgimento dell'attività di gestione del portafoglio derivati in essere con alcune controparti<sup>1</sup>, grazie alla riduzione dell'esposizione creditizia di queste nei confronti del Tesoro, potrà favorire il collocamento dei titoli di Stato ed incentivare ancor più l'efficienza del mercato secondario.

Nel 2019 saranno anche attivi accordi di collateralizzazione da utilizzare per eventuali nuove posizioni in derivati, che consentiranno anche di ridurre il costo dei *cross currency swap* a copertura di nuove emissioni in valuta estera. A tal proposito è obiettivo del Tesoro, come si dirà qui di seguito, tornare a emettere nel comparto *Global bond*, in particolare in dollari.

## EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

La presenza del Tesoro sui mercati internazionali si concretizza mediante le emissioni effettuate attraverso i due principali canali che sono il *Global Bond Program* e il *Medium Term Notes Program-EMTN*. In anni recenti è stato utilizzato esclusivamente il secondo.

---

<sup>1</sup> Ai sensi del combinato disposto del DM n. 103382 del 20/12/2017 (cosiddetto "Decreto Garanzie") art. 6, comma 1, lettera b) e del DM n. 104477 del 28/12/2017 (cosiddetto "Decreto Cornice" per il 2018) art. 4, comma 4 sono state individuate le banche che soddisfano il requisito di esposizione per la stipula di un contratto di collaterale a garanzia di posizioni in strumenti derivati già esistenti nel portafoglio della Repubblica Italiana.

Il programma di emissione sui mercati esteri ricopre un ruolo rilevante nella gestione del debito, finalizzato non solo ad ampliare la platea degli investitori in Titoli di Stato italiani, ma anche a ottenere vantaggi economici in termini di costo da sostenere rispetto al mercato domestico.

Tenuto conto della lunga assenza dal comparto *Global* – al riguardo, si ricorda che l’ultima emissione in tale formato è avvenuta nel settembre 2010, e la più recente mancanza di piazzamenti sotto il programma *Medium Term Notes* – l’ultimo è stato eseguito nell’ottobre 2016, il Tesoro continuerà nel corso del 2019 la sua attenta e costante attività di monitoraggio e analisi del mercato, al fine di concludere nuove operazioni e di garantire una presenza più regolare sui mercati esteri.

Nel dettaglio, il *Global Bond* è un programma formalmente avviato nel 2001, ma già implementato nel 1993 con la prima emissione – un trentennale – da 3,5 miliardi di dollari americani, e rappresenta uno strumento indirizzato a investitori istituzionali di elevato profilo distribuiti in ogni parte del mondo. Tramite questo canale, il Tesoro aveva acquisito un ruolo estremamente rilevante tra gli emittenti sovrani, sia in termini di volumi emessi, sia in termini di completezza e liquidità della curva dei rendimenti. Attualmente l’ammontare in circolazione di titoli *Global Bond* è piuttosto esiguo e ammonta a soli 5,5 miliardi di dollari, dei quali 3,5 miliardi con scadenza nel 2023 e 2 miliardi nel 2033. Dal punto di vista di mercato nel 2018 sono stati raccolti molteplici interessi da parte di investitori istituzionali per una nuova emissione del Tesoro Italiano in dollari, ma le condizioni di accentuata volatilità sul mercato dei titoli di Stato non hanno consentito di pervenire concretamente ad una prima emissione. Ove il contesto di mercato si presenti maggiormente stabile e considerato che di recente, inoltre, si è anche proceduto all’ampliamento della lista dei *Lead managers* del Programma *Global*, comprendente ora tutti gli Specialisti in titoli di Stato, il Tesoro valuterà il lancio di un primo titolo sulla scadenza che troverà maggiore riscontro presso gli investitori. In base all’esito di questa emissione e al contesto di mercato verranno eventualmente proposte altre scadenze e altre valute (quali ad esempio lo yen).

L’intenzione del Tesoro di tornare a emettere titoli denominati in dollari nel 2019 è fortemente supportata anche da quanto si è concretizzato sul piano normativo e organizzativo in questi ultimi mesi: dopo l’emanazione del “Decreto garanzie” alla fine del 2017, nella seconda metà del 2018 sono stati completati tutti gli aspetti legali e organizzativi per finalizzare accordi bilaterali di garanzie (tecnicamente denominati *Credit Support Annex, CSA*) per nuove operazioni in derivati. Ciò permetterà di superare i principali vincoli che hanno ostacolato le emissioni in valuta, come gli elevati costi di protezione dal rischio di cambio e di tasso d’interesse, favorendo così la conclusione di *cross currency swap* a copertura di nuovi titoli a costi contenuti, conseguibili grazie alla mitigazione dell’esposizione al rischio di credito tra il Tesoro e ognuna delle sue controparti. Il

CSA, in corso di stipula con gli Specialisti in Titoli di Stato, sarà riferito esclusivamente alle operazioni in derivati concluse successivamente alla sua firma e presenterà il medesimo formato per ogni singola controparte, in un'ottica di equo trattamento.

Anche per il 2019, il Tesoro conferma il ricorso al programma EMTN, attivo dal 1998 e caratterizzato da un'ampia flessibilità. Questo canale di finanziamento è stato largamente utilizzato per soddisfare, mediante emissioni in formato sia pubblico che privato, specifiche esigenze finanziarie - in termini di struttura, scadenze e valute - manifestate da investitori interessati a detenere in portafoglio titoli del programma estero (in euro o in altre valute). In particolare, per scadenze superiori ai 10 anni potrà essere anche utilizzato il canale dei piazzamenti privati per soddisfare richieste peculiari, ad esempio nelle valute dollari e yen, che potrebbero arrivare da una platea variegata e a volte poco presente sui titoli di Stato domestici.

Rispetto agli anni precedenti non sono stati modificati i criteri guida per questi collocamenti privati: possono essere prese in considerazione esclusivamente proposte con scadenza non inferiore a tre anni, di ammontare minimo pari a 200 milioni di euro e con importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro

Il Tesoro valuterà l'opportunità di ricorrere a nuove emissioni in formato EMTN, esaminando attentamente sia le caratteristiche dei titoli domandati dagli investitori istituzionali sia le condizioni presenti sui mercati, in modo da ottenere una riduzione del costo di finanziamento rispetto ai corrispondenti titoli domestici "teorici" con la medesima scadenza, evitando, inoltre, possibili sovrapposizioni con le emissioni pubbliche.

Negli ultimi due anni, come già sottolineato, questo formato non è stato utilizzato sia in quanto la domanda non ha trovato un perfetto riscontro con le esigenze del Tesoro, sia perché questa è stata soddisfatta attraverso l'ampliamento dell'offerta di titoli in formato pubblico. Per il 2019, tuttavia, in un contesto di mercato sufficientemente stabile, si prevede la possibilità di un suo uso più attivo non solo mediante note denominate in euro ma anche in valuta estera, a tasso fisso o variabile, che potranno essere sia nominali ovvero indicizzate all'inflazione, se richieste dagli investitori, nella prospettiva di massimizzare i benefici derivanti da questa strategia di emissione.