



Dipartimento
del Tesoro

A cura della direzione II

Linee guida della gestione del debito pubblico 2022



© Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2021
Dipartimento del Tesoro
Direzione II - Debito Pubblico

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

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

INDICE

INDICE	3
INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE	4
PREMESSA	5
I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2022 ..	6
I.1 Considerazioni introduttive	6
II. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	9
II. 1 Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione	9
II.2 La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli	11
III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE	14
III. 1 I BOT e la gestione della liquidità	14
III.2 I BTP <i>Short Term</i> e i CTZ 24 mesi	16
III.3 I CCTEU	16
III.4 I BTP nominali a 3 e 5 anni	17
III.5 I BTP nominali a 7 e 10 anni	18
III.6 I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni)	20
III.7 I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i)	21
III.8 IL BTP ITALIA	22
III.9 IL BTP FUTURA	22
III.10 TITOLI DI STATO <i>GREEN</i>	23
IV. LE OPERAZIONI DI LIABILITY MANAGEMENT: CONCAMBI, RIACQUISTI, EMISSIONI TAP E DERIVATI	25
V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI	27

INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE

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

Tavola 2.2 – PERIODICITÀ DELLE ASTE 12

PREMESSA

In linea con una prassi ormai ampiamente consolidata, il Dipartimento del Tesoro pubblica le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2022. Obiettivo del documento è quello di sottoporre all'attenzione dei partecipanti al mercato del debito pubblico italiano diverse informazioni, di tipo sia qualitativo che quantitativo, circa la strategia di emissione e gestione dei titoli di Stato per i prossimi dodici mesi. In particolare, vengono forniti dettagli circa i piani di emissione sui diversi comparti e sulle varie scadenze, nonché l'approccio che verrà adottato per rispondere sia alle esigenze strategiche del Tesoro dal punto di vista della gestione dei principali rischi sia all'evoluzione delle condizioni di mercato lungo il corso dell'anno. Per ripercorrere tutti i profili della gestione del debito del 2021, nel contesto dell'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica del periodo, si rimanda al Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico del 2021 che verrà pubblicato durante il 2022.

I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2022

I.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

L'anno che si chiude è stato contrassegnato da una forte ripresa dell'attività economica che ha inciso profondamente sia sul lato delle entrate che delle uscite del Bilancio dello Stato e, quindi, anche sulle dimensioni dell'attività di finanziamento svolta sul mercato dei titoli di Stato. Tuttavia, nella seconda parte dell'anno, l'evoluzione della Pandemia COVID-19, che rappresenta tutt'ora un fattore di rischio, e le incertezze sull'andamento dell'inflazione e dell'atteggiamento nel futuro prossimo delle banche centrali, hanno portato a un aumento della volatilità su tutti i mercati obbligazionari, incluso ovviamente il segmento governativo.

In questo contesto, l'attività di *funding* svolta nella prima parte dell'anno, combinata con il progressivo miglioramento del Fabbisogno, ha consentito di ridurre l'attività di emissione dopo l'estate, in un mercato reso difficile sia dalle condizioni appena esposte sia dalla volatilità indotta dal riposizionamento di alcuni investitori sulla parte ultra-lunga delle curve dei rendimenti europee che ha inevitabilmente portato pressione anche sulla parte lunga della curva italiana.

Se quindi il mantenimento durante tutto il 2021 di favorevoli condizioni finanziarie, principalmente attraverso i programmi di acquisto delle Banche Centrali (APP e PEPP) ha contribuito in modo decisivo alla mantenimento di bassi livelli di volatilità, dopo l'estate ma soprattutto a partire dal mese di ottobre, quando l'incertezza circa le risposte delle autorità monetarie alle spinte inflazionistiche, dovuta al loro eventuale carattere temporaneo o più duraturo, hanno prodotto un aumento della volatilità con diversi episodi di movimenti abbastanza drastici su tutte le curve dei rendimenti governative.

In tale contesto, la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha limitato il movimento al rialzo, anche grazie alla sostanziale stabilità degli *spread* verso gli altri emittenti, sia *core* che periferici, accompagnato da un moderato incremento della pendenza sul tratto della curva fino a 10 anni. D'altra parte, il completamento del programma *SURE* e l'avvio del programma *Next Generation EU*, hanno contribuito al consolidamento di un clima costruttivo sui mercati finanziari. Tali fattori, uniti alla stabilità del quadro politico nazionale, alla forte crescita del Prodotto Interno Lordo per l'anno in corso e alle buone prospettive per il prossimo anno che, tra l'altro, hanno reso possibile anticipare la discesa del rapporto debito/PIL, hanno positivamente influenzato i giudizi espressi da diverse Agenzie di Rating negli ultimi mesi.

In questo contesto, la gestione del debito ha consentito di ridurre il costo medio all'emissione, che nel 2021 è stato pari allo 0,10%, mentre il costo medio del debito,

calcolato come rapporto tra gli interessi e lo stock di debito delle Pubbliche Amministrazioni, si è stabilizzato ad un livello nell'intorno del 2,4%.

Le condizioni del mercato e le scelte di gestione hanno anche consentito di continuare a incrementare la vita media del debito che alla fine del 2021, relativamente allo stock di titoli di Stato, è stata pari a 7,11 anni (7,29 anni se si considerano anche i prestiti nell'ambito del Programma *SURE e NGEU*), un dato superiore a quello di fine 2020 pari a 6,95 anni. Ciò grazie alle diverse emissioni sulla parte lunga della curva dei rendimenti, condotta sia attraverso le aste che con il lancio - tramite sindacato di collocamento - di diversi nuovi titoli *benchmark* nominali (10, 15, 20 e 50 anni, ai quali si aggiunge il BTP Green con scadenza nel 2045).

Nel 2022 le esigenze di finanziamento saranno determinate dalle scadenze dei titoli in circolazione che, al netto dei BOT, saranno pari a 230 miliardi di euro e dal nuovo fabbisogno del settore statale dell'anno che, in base alle stime preliminari coerenti con il *Draft Budgetary Plan 2022* dello scorso ottobre, dovrebbe attestarsi intorno ai 100 miliardi di euro. D'altra parte, il significativo miglioramento del Fabbisogno in questi mesi porta a ritenere come questa stima per il 2022 verrà rivista al ribasso. Queste esigenze finanziarie saranno coperte oltre che dalle emissioni di titoli di Stato, anche dai prestiti del pacchetto *Recovery and Resiliency Facility* nell'ambito del programma *Next Generation EU*.

Dal punto di vista macroeconomico il 2022, in base alle informazioni attualmente disponibili, dovrebbe essere caratterizzato dal consolidamento della ripresa economica. Tuttavia, sarà da dipanare l'attuale incertezza riguardo l'evoluzione dei tassi europei e il conseguente atteggiamento degli investitori internazionali.

In questo contesto, la politica di emissione e gestione del debito nel 2022 sarà orientata principalmente al conseguimento dei seguenti obiettivi:

- a) garantire copertura del fabbisogno a costi il più possibile in linea con l'andamento del mercato;
- b) consolidare i risultati già acquisiti in termini di esposizione ai principali rischi, in particolare quello di tasso di interesse e di rifinanziamento;
- c) contribuire ad un progressivo miglioramento delle condizioni di liquidità del mercato secondario;
- d) proseguire nell'efficiente gestione delle giacenze liquide del Tesoro.

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

- a) l'impegno a garantire prevedibilità e regolarità delle emissioni su tutti i principali segmenti dei titoli domestici;
- b) la calibrazione dei volumi offerti al mercato in modo da dare maggiore peso ai settori con migliore liquidità sul secondario e più profondità di domanda;
- c) l'uso di strumenti di *liability management* (come i concambi ed i *buyback*), in linea con l'approccio seguito negli ultimi anni, con una frequenza ed intensità funzionali all'andamento di mercato, con il fine di ridurre le dislocazioni su specifici titoli, migliorare la liquidità del secondario, gestire il profilo dei rimborsi degli anni futuri nonché contribuire a ridurre il costo medio del debito in circolazione;
- d) l'impegno a diversificare la base di investitori anche mediante emissioni in valuta estera sia in formato Global che in formato EMTN, con un particolare focus sui collocamenti in dollari;
- e) il proseguimento dell'offerta dedicata agli investitori *retail*, volta ad ampliare la loro partecipazione diretta al debito pubblico.

Si comunica, inoltre, che a partire dal primo giorno del secondo mese successivo all'entrata in vigore delle modifiche al Trattato europeo istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità, tutti i nuovi titoli di Stato con scadenza superiore all'anno saranno emessi con Clausole di Azione Collettiva (*Collective Action Clauses* - CACs) di tipo cosiddetto "*single limb*".

Le CACs attualmente in vigore, introdotte nel 2013 dalla versione originaria del Trattato istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità, prevedono che, per modificare i termini e le condizioni dei titoli in maniera giuridicamente vincolante per tutti i creditori, sia necessaria la maggioranza qualificata dei detentori in un doppio voto, sia per l'insieme di tutti i titoli oggetto della proposta di modifica, sia per ogni singolo titolo (c.d. modello "*dual limb*"). La nuova tipologia di CACs richiederà invece la maggioranza necessaria per le suddette modifiche del voto dei detentori dell'insieme dei titoli oggetto di modifica, eliminando la necessità del quorum richiesto dei detentori di ogni singolo titolo (o ISIN), prevedendo tuttavia la possibilità per l'emittente di effettuare sub-aggregazioni di titoli in base alla loro tipologia per garantire un trattamento equo a ogni creditore.

Si ricorda infine che nel Rapporto sul Debito Pubblico 2021 verranno descritte dettagliatamente tutte le diverse componenti dell'attività di gestione del debito dell'anno che sta per chiudersi, con l'evidenziazione degli obiettivi perseguiti e dei risultati raggiunti.

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

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

Come di consueto, la politica di comunicazione che la Direzione del Debito Pubblico adotterà nel 2022 sarà volta al perseguimento della massima trasparenza sia nella definizione della strategia che delle specifiche scelte di emissione. Naturalmente, l'obiettivo della trasparenza verrà sempre temperato con l'opportunità di riservarsi alcuni elementi di flessibilità utili per garantire le scelte di gestione più appropriate, soprattutto in contesti di mercato la cui evoluzione risulta di difficile prevedibilità.

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

Circa il Calendario Annuale, questo viene pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), nel quale sono riportate le informazioni inerenti alle date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato in programma nel corso del 2022, nonché le date di annuncio e di regolamento delle diverse categorie di titoli in offerta.

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

Al termine di ogni trimestre avrà luogo la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione, nei quali saranno resi noti al mercato i titoli di nuova emissione che saranno collocati tramite asta nel trimestre successivo nel comparto dei BTP nominali con scadenza fino a 10 anni, insieme ai volumi minimi in circolazione che il Tesoro si impegna a raggiungere per ognuno di essi prima di lanciare un successivo nuovo titolo nell'ambito dello stesso segmento. Per i nuovi titoli da emettere nel trimestre, di volta in volta il Tesoro deciderà se oltre alla tipologia e durata del titolo, è opportuno fornire anche l'esatta data di scadenza nonché quella di godimento, al fine di rispondere alle eventuali esigenze di flessibilità dettate dall'an-

damento di mercato. Inoltre, il Tesoro sta valutando possibili integrazioni informative da introdurre nel corso dell'anno per rendere questo strumento ancora più efficace.

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

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

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

Il Calendario Annuale del 2022, come già avvenuto negli ultimi anni, comunque prevede la possibilità che, in alcune sporadiche occasioni, l'asta BOT e/o dei titoli a medio-lungo termine non seguano le tempistiche standard, per tener conto di vari aspetti quali, tra l'altro, il posizionamento della data dell'asta rispetto a festività nazionali o internazionali.

La data di svolgimento dei collocamenti supplementari riservati agli operatori Specialisti sarà presente all'interno dei Comunicati di emissione e comunque, di norma, tali collocamenti verranno svolti il pomeriggio del giorno lavorativo successivo a quello in cui si è tenuta l'asta ordinaria. Sempre per quanto concerne i collocamenti supplementari, le quote delle riaperture riservate agli Specialisti continueranno ad essere di norma pari al 30% per le prime *tranche* e pari al 15% per le *tranche* successive. Per quanto riguarda la modalità di calcolo, nel caso di nuovi titoli, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle aste precedenti passa dal 25% al 22,5%, mentre la quota legata alla performance ottenuta dallo stesso operatore sul mercato secondario passa dal 5% al 7,5%; per le *tranche* successive, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle aste precedenti passa dal 10% al 7,5%, mentre la quota legata alla performance ottenuta dallo stesso operatore sul mercato secondario passa dal 5% al 7,5%.

Inoltre, così come avvenuto nell'anno appena trascorso, sulla definizione delle quote relative alle *tranche* successive alla prima, il Tesoro continuerà ad avvalersi di alcuni elementi di flessibilità. In particolare, il Tesoro si riserva la facoltà di scegliere di volta in volta di aumentare la quota delle riaperture dei titoli nominali e indicizzati all'inflazione di un ulteriore 5%. Anche in questo caso, tale decisione verrà resa nota nei comunicati stampa recanti l'annuncio delle aste ordinarie. Per quanto concerne la metodologia di calcolo dell'importo di diritto per ogni Specialista sulla quota aggiuntiva rispetto a quella standard del 15%, per i titoli con durata

residua minore ai quindici anni, tale diritto continuerà ad essere calcolato interamente sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e di segmento; per i titoli con durata residua maggiore ai quindici anni, tale diritto continuerà ad essere calcolato per metà sulla base della performance svolta dallo Specialista sul mercato secondario elettronico di riferimento e per la restante metà sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e segmento.

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

La sequenza di appuntamenti dei cicli d'asta nei quali verranno offerti mensilmente i titoli di Stato, sia per gli appuntamenti di metà mese che per quelli di fine mese, nel 2022 non subirà modifiche.

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

Anche l'offerta dei titoli *on-the-run* del comparto nominale a medio-lungo termine sarà articolata in due tornate d'asta, a metà e fine mese. A metà mese, saranno offerti con regolarità i BTP a 3 e 7 anni e, ove ricorrano le condizioni, nello stesso ciclo d'asta verranno proposti anche uno o più BTP a lungo termine sulle scadenze a 15, 20, 30 o 50 anni. Nelle aste di fine mese, invece, continueranno ad essere proposti i BTP a 5 e 10 anni insieme ai CCTeu.

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 BTP *Short Term*.

Pertanto, i tre giorni in cui si svolgono le aste di fine mese continueranno ad essere così organizzati: nel primo giorno si svolgerà l'asta dei BTP€i e dei BTP *Short Term*, la cui data di regolamento di norma cadrà il giorno antecedente l'ultimo giorno lavorativo del mese; nel secondo giorno l'asta BOT, con data di regolamento l'ultimo giorno lavorativo del mese; il terzo giorno le aste dei titoli nominali a medio-lungo termine, con regolamento il primo giorno lavorativo TARGET del mese successivo a quello di svolgimento dell'asta stessa. Per quanto riguarda le aste di metà mese, si svolgerà dapprima l'asta BOT, la cui data di regolamento cadrà di norma il giorno lavorativo antecedente al 15 del mese; il giorno successivo all'asta BOT si svolgeranno le aste di titoli nominali a medio-lungo termine, la cui data di regolamento cadrà di norma il 15 del mese. Per tutte le aste gli annunci verranno emanati tre giorni lavorativi precedenti quello di collocamento.

Anche nel 2022 il Tesoro potrà ricorrere al collocamento in asta di titoli *off-the-run* qualora lo ritenga opportuno, nei casi in cui ciò favorisca l'ottimale funzionamento del mercato secondario, contribuisca a rimuovere le eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato e/o soddisfi specifiche esigenze della domanda che dovessero emergere verso alcuni titoli. Allo scopo di perseguire un più efficiente collocamento di tali strumenti, il Tesoro si riserva la facoltà di utilizzare la più ampia flessibilità, sia in termini di scelta dei titoli sia in relazione alla frequenza con cui proporli al mercato.

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

La tabella 2.2, di seguito riportata, riassume la periodicità delle aste per ogni strumento:

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

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

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

La modalità di svolgimento delle aste resterà immutata: per i BOT si manterrà la tipologia di asta competitiva mentre per tutti gli altri strumenti le aste saranno di tipo marginale con taglio discrezionale del prezzo in base alla domanda pervenuta in asta all'interno di un intervallo di quantità preannunciato.

III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE

III. 1 I BOT E LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

Nonostante i rischi derivanti dalla situazione pandemica in atto siano ancora lontani dall'essere completamente sotto controllo, il *sentiment* degli attori economici è decisamente migliorato nel corso del 2021 e ha condotto, grazie alle politiche fiscali e monetarie largamente accomodanti, ad una generale ripresa economica. Per l'Italia il trend di crescita del PIL avviato nel 2021 è previsto proseguire nel corso del 2022 e pertanto la politica di *funding*, anche in funzione della riduzione del fabbisogno e dei livelli di finanziamento, si rifletterà nell'avvio di un processo di normalizzazione rispetto alla situazione straordinaria sperimentata durante il biennio precedente. Questa tendenza, unita all'impiego della nuova operatività in pronti contro termine avviata nel mese di maggio 2021 e che verrà descritta meglio nel seguito di questo paragrafo, ha prodotto - già a partire dal secondo semestre del 2021 - una sostanziosa riduzione del livello delle emissioni previste, in particolare per quanto attiene al comparto dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT): si è così assistito ad un progressivo ritorno dei BOT al proprio ruolo naturale di strumento atto a soddisfare le esigenze di Tesoreria.

Nel corso del 2022, il Tesoro prevede di presentarsi regolarmente con le emissioni di BOT a 6 e 12 mesi, salvo situazioni in cui mancate necessità di cassa inducano il Tesoro a optare per la cancellazione della linea, tendenzialmente quella a 6 mesi, come già deciso per la tornata d'asta di fine dicembre 2021. In ogni caso, gli ammontari in emissione saranno calibrati in modo da tener presenti le condizioni di domanda degli investitori, garantire la sufficiente liquidità di ciascun titolo e tenendo conto altresì dell'obiettivo di ridurre complessivamente gli importi in circolazione dei titoli di questo comparto. Inoltre, per l'ottimale gestione delle esigenze di cassa, specialmente di più breve termine, il Tesoro farà ricorso alle operazioni Repo, strumento introdotto nel corso del 2021 al quale si prevede di avvalersi con costanza anche nel 2022. Come di consueto, inoltre, il Tesoro valuterà - qualora si presentino specifiche esigenze di gestione della liquidità - di effettuare emissioni di BOT trimestrali, riaperture di BOT già in circolazione o emettere i c.d. BOT flessibili.

I BOT annuali e semestrali saranno dunque offerti con regolarità e, per la loro emissione, il Tesoro si avvarrà di aste competitive. Le aste ordinarie saranno seguite dalle relative riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato, di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto in asta, che sarà attribuito secondo la performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e secondario. Il Tesoro manterrà comunque la facoltà di modificare tale percentuale in ciascuna asta - in casi eccezionali e pubblicando 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. Gli operatori potranno presentare, per ciascun titolo offerto, fino a cinque richieste espresse in termini di rendimento come di consueto avviene sul mercato monetario. Agli investitori che acquisteranno i BOT in asta si applicheranno le norme previste dal decreto ministeriale per la trasparenza nel collocamento dei titoli di Stato.

Nel 2021, la gestione della liquidità è stata caratterizzata dall'introduzione dell'attività di pronti contro termine (Repo), che ha generato effetti positivi, sia in termini di efficienza nella raccolta di liquidità, sia nella gestione delle distorsioni presenti sul mercato. Il costante *spread* positivo tra tassi BOT e tassi Repo con pari scadenze ha permesso, compatibilmente con le esigenze di cassa del Tesoro, una maggiore flessibilità ed una più efficiente attività di raccolta rispetto agli strumenti convenzionali. D'altro canto, l'offerta mirata dei titoli più richiesti sul mercato secondario, ha consentito la riduzione della *specialness* e ha limitato le discrepanze tra i tassi dei titoli appartenenti al medesimo comparto. Per le esecuzioni di Repo con finalità di raccolta della liquidità, il Tesoro ha costituito un proprio portafoglio, composto da *tranche* di titoli di Stato già in circolazione del comparto BTP nominale. Tale portafoglio sarà periodicamente aggiornato per adeguarne la composizione e le quantità in ragione delle esigenze di *cash management* e per tener conto dell'entrata a pieno regime dell'operatività in Repo. Considerati i livelli dei tassi di mercato, per i primi mesi di attività, il Tesoro ha operato sul mercato Repo solo in raccolta. Tuttavia, dal 2022 il Tesoro non esclude il ricorso al mercato Repo anche per finalità di impiego della liquidità.

Il Tesoro, nel corso del 2021, si appresta a chiudere il processo di revisione dell'impianto normativo vigente inerente all'attività di *cash management* per adeguarlo maggiormente al contesto di mercato e per dotarsi di strumenti ancora più flessibili e adeguati alle pratiche di mercato correnti. Relativamente al primo aspetto, l'operatività OPTES connessa alle aste *overnight*, data l'ampia liquidità, viene anche normativamente sospesa, mentre viene mantenuta la possibilità di forme di impiego e raccolta su durate più lunghe che presentano ancora ampi spazi di domanda. Relativamente al secondo punto viene prevista la possibilità di operare utilizzando modalità in uso sui mercati, anche tramite piattaforme di negoziazione, per facilitare l'attività sia del Tesoro che delle controparti interessate.

Nel comparto delle *Commercial Paper* (CP), a seguito della revisione del programma e il conseguente ottenimento della "STEP label", il Tesoro, nel corso del 2022, in seguito ad approfondita analisi del mercato e la verifica dell'appetibilità dello strumento presso gli investitori, potrà avvalersi dello stesso, aggiungendo un'ulteriore possibilità al quadro degli strumenti di *cash management* già a disposizione. L'obiettivo è quello di conseguire la massima flessibilità in termini di quantità in emissione e varietà di scadenze, per una gestione della liquidità efficiente e puntuale. Inoltre, tramite le CP, il Tesoro potrà incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine.

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

Come annunciato nelle Linee Guida dello scorso anno, nel corso del 2021 il Tesoro ha progressivamente sostituito le emissioni di CTZ con quelle dei BTP *Short Term*, un nuovo strumento con cedola fissa e scadenza compresa tra 18 e 30 mesi, che rispetto ai tradizionali CTZ ha presentato un rendimento e un costo più allineato alla curva dei Buoni del Tesoro Poliennali coerentemente quindi con gli obiettivi che si era prefissato il Tesoro.

Nonostante il Tesoro avesse inizialmente pianificato di essere presente sul segmento con un volume di emissioni pressoché in linea con l'importo di CTZ in scadenza, pari a circa 29,5 miliardi di euro, il particolare interesse da parte del mercato per questa nuova categoria di BTP ha consentito un aumento dei volumi in emissione nel corso dell'anno. Pertanto, le emissioni nette nel 2021 sono risultate ampiamente positive, anche in considerazione delle operazioni di riacquisto e concambio che hanno interessato il comparto CTZ, che hanno contribuito ad alleggerire i volumi in scadenza nell'anno di questo comparto.

Nel 2022, il Tesoro continuerà ad emettere BTP *Short Term* in sostituzione dei CTZ, introducendo presumibilmente due nuovi *benchmark*, in linea con quanto avvenuto nell'ultimo anno. Le emissioni avranno luogo nel ciclo d'asta ordinario di fine mese insieme a quelle dei BTP€i ed il Tesoro darà adeguata informativa circa la tempistica con la quale i nuovi BTP *Short Term* saranno proposti al mercato attraverso la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione. Gli importi collocati saranno calibrati tenendo conto dell'elevato volume in scadenza nel prossimo anno, che vedrà il rimborso di due CTZ per un ammontare di circa 29 miliardi ed un BTP *Short Term* per circa 15 miliardi di euro. Pertanto, le emissioni nette sul comparto dei BTP *Short Term* nel corso del 2022 potranno risultare negative.

Infine, coerentemente con quanto già avvenuto negli ultimi anni, il Tesoro valuterà la possibilità di inserire i CTZ ed i BTP *Short Term* tra i titoli oggetto di eventuali operazioni di concambio o riacquisto, con l'intento di contenere l'ammontare in scadenza nel prossimo biennio.

III.3 I CCTEU

Nel 2021, analogamente a quanto avvenuto nel triennio precedente, il Tesoro ha posto particolare attenzione al sostegno del comparto CCTeu, sia tramite un'ac-corta politica di emissione basata su una maggiore flessibilità nella scelta della scadenza del titolo, sia tramite operazioni di riacquisto volte ad alleggerire l'ammontare in circolazione sulle varie scadenze.

Il 2021 ha visto, inoltre, la prosecuzione del trend di normalizzazione del costo del CCTeu rispetto al BTP di pari durata, nonché di riduzione del disallineamento verificatosi negli anni precedenti, favorito dalla suddetta politica di emissione e da un incremento della domanda da parte degli investitori, di cui ha beneficiato l'intero segmento.

Tenuto conto di tali fattori ed al fine di soddisfare l'ampia domanda di mercato, il Tesoro ha ritenuto opportuno aumentare la presenza sul comparto dei CCTeu rispetto a quanto inizialmente previsto, attraverso l'emissione di un nuovo *benchmark* tramite sindacato di collocamento per un ammontare pari a 6 miliardi di euro, a cui si aggiungono circa 18,5 miliardi di euro emessi sul segmento attraverso asta ordinaria ed operazioni di concambio. Considerando l'assenza di volumi in scadenza nel corso dell'anno, a fine 2021 le emissioni nette di CCTeu sono risultate dunque ampiamente positive.

In base ai risultati raggiunti, la politica di emissione del Tesoro per il 2022 su tale comparto si manterrà in linea con quella dell'anno appena trascorso, continuando ad avvalersi della suddetta flessibilità nella scelta delle scadenze più idonee a soddisfare le esigenze della domanda in ogni collocamento mensile via asta ordinaria. Nel caso in cui lo richiedano le particolari condizioni di mercato e della domanda, il Tesoro potrà valutare il ricorso al sindacato per il collocamento delle prime *tranche*.

Per quanto riguarda il volume dei titoli in offerta, considerato il buon andamento del comparto nel corso dell'anno, nel 2022 questo potrà essere superiore a quello offerto nell'anno appena concluso, e con esso il peso delle emissioni del comparto rispetto al volume dei titoli complessivamente in emissione. Tuttavia, tenuto conto che nel 2022 verranno a scadere due CCTeu per un ammontare complessivo di circa 27 miliardi di euro, si stima che le emissioni nette su tale comparto potranno risultare pressoché nulle o marginalmente negative. Pertanto, questa strategia sarà compatibile con l'obiettivo di tenere sotto controllo il rischio di tasso di interesse relativamente all'intero stock del debito.

Nel corso del prossimo anno, oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione, il Tesoro prevede di collocare sul mercato almeno un nuovo titolo *benchmark* con scadenza compresa tra i 3 e i 10 anni, che sarà definita solo dopo un'approfondita valutazione del contesto di mercato e delle preferenze degli investitori.

Per quanto concerne i CCTeu non più in corso di emissione (*off-the-run*), essi potranno comunque essere offerti in un unico intervallo con gli *on-the-run*, oppure all'interno di un proprio intervallo di offerta. Inoltre, qualora lo richiedano particolari condizioni di mercato e della domanda, potranno essere offerti in un ciclo d'asta unicamente titoli non in corso di emissione.

Infine, in linea con quanto avvenuto negli ultimi anni, in caso di necessità i CCTeu potranno essere oggetto anche di operazioni di concambio e riacquisto volte sia ad alleggerirne i volumi in scadenza nel prossimo biennio, sia ad allentare eventuali tensioni che dovessero interessare il comparto.

III.4 I BTP NOMINALI A 3 E 5 ANNI

Durante il 2021 sulla scadenza triennale del comparto dei BTP nominali, le emissioni del Tesoro si sono attestate intorno ai 41,5 miliardi di euro, importo inferiore rispetto a quello collocato nel corso del 2020, pari a circa 50 miliardi. Anche il segmento quinquennale dei BTP nominali ha registrato una riduzione delle emissioni lorde, che si sono attestate intorno ai 40,5 miliardi di euro, contro i circa 47 miliardi di euro dell'anno precedente. Naturalmente, sebbene si tratti di importi

inferiori rispetto a quelli emessi nel 2020, il volume emesso risulta ancora mediamente più elevato rispetto a quello degli anni pre-covid, risentendo del crescente fabbisogno finanziario scaturito negli ultimi due anni. Pertanto, come previsto, anche nel corso del 2021 le emissioni nette sono risultate ampiamente positive su entrambi i segmenti.

Per quanto riguarda la percentuale rispetto al totale dei titoli emessi, mentre nel 2020 la quota del segmento triennale era preponderante rispetto a quello quinquennale, nel corso del 2021 il peso del BTP triennale rispetto al totale è risultato in riduzione, con un conseguente maggiore bilanciamento tra i due settori.

Nel 2022, i volumi in emissione su entrambi i segmenti, coerentemente con il minore fabbisogno finanziario, subiranno un'ulteriore discesa rispetto al 2021.

Anche nel corso del prossimo anno le scelte di emissione del Tesoro continueranno a prediligere un bilanciamento dei volumi in emissione tra i due settori, tenendo tuttavia in considerazione che l'importo in scadenza sul BTP triennale, pari a circa 13,5 miliardi di euro, sarà consistentemente inferiore rispetto a quello sul BTP quinquennale, pari a circa 35 miliardi di euro. Pertanto, le emissioni nette, pur stimate ampiamente positive su entrambe le scadenze, sul comparto quinquennale potranno risultare inferiori rispetto a quelle sulla scadenza triennale.

Il Tesoro continuerà a garantire una presenza regolare e continua mediante la riapertura degli attuali titoli in corso di emissione, fino a quando non avranno raggiunto un flottante adeguato e tale da garantire loro una soddisfacente liquidità sul mercato secondario, e attraverso il lancio di nuovi titoli per i quali si prevede di emettere, su entrambe le scadenze, almeno due nuovi *benchmark*. L'opportunità e la tempistica con cui questi ultimi saranno proposti al mercato saranno valutate sulla base delle esigenze di finanziamento del Tesoro e della performance sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga. In ogni caso, sarà data adeguata informativa circa la tempistica con la quale i nuovi titoli saranno proposti al mercato attraverso la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione.

La modalità di offerta dei nuovi *benchmark* su tali scadenze rimarrà l'asta marginale.

Inoltre, per garantire il buon funzionamento del mercato secondario o in presenza di specifiche richieste da parte di investitori finali, su entrambi i comparti il Tesoro si riserva la facoltà di offrire titoli *off-the-run* tramite asta, indifferentemente nella tornata di metà mese o fine mese e compatibilmente con le esigenze di gestione della vita media del debito. Infine, qualora particolari circostanze di mercato lo richiedano, tutti i titoli potranno essere offerti con un intervallo di offerta unico, siano essi soltanto *on-the-run* oppure in associazione con *off-the-run*.

III.5 I BTP NOMINALI A 7 E 10 ANNI

Nel corso del 2021 le emissioni lorde sul BTP a 7 anni si sono attestate intorno ai 39 miliardi di euro, in aumento rispetto ai 35 miliardi di euro emessi nel 2020. La scadenza settennale ha ricevuto infatti nel corso dell'anno un crescente interesse

da parte degli investitori finali, come confermato anche dal buon esito della riapertura via sindacato di un BTP a 7 anni avvenuta nel mese di aprile. Considerato l'andamento positivo del settore, sostenuto anche dalla domanda proveniente dalle scadenze dei primi due titoli settennali per un ammontare di oltre 32 miliardi di euro, anche la percentuale di tali titoli emessi rispetto al totale è risultata in aumento rispetto al 2020. Pertanto, le emissioni nette sono risultate ampiamente positive.

Anche nel corso del 2022 verranno a scadere due titoli settennali per un importo pari a circa 34 miliardi di euro.

Per quanto riguarda il volume in emissione, con l'obiettivo di continuare a consolidare la presenza del Tesoro in un settore importante della curva dei BTP nominali anche ai fini dell'allungamento della vita media del debito, nel 2022 esso continuerà presumibilmente ad essere in linea con quello dell'anno appena trascorso. Pertanto, si prevede un ammontare di emissioni nette positivo. Considerato il ridotto ammontare complessivamente in emissione del 2022 connesso alle minori esigenze di finanziamento, il peso della scadenza settennale sul totale complessivamente emesso potrà risultare in aumento rispetto all'anno appena trascorso.

Nel 2021 sul segmento decennale sono stati emessi circa 40 miliardi di euro attraverso aste ordinarie in aggiunta ai 20 miliardi di euro emessi tramite sindacato. Visto il buon andamento della domanda da parte degli investitori, il Tesoro ha dunque continuato a distribuire una rilevante parte delle emissioni su tale scadenza, che continuerà a mantenere il suo ruolo di punto di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali italiana. Pertanto, le emissioni nette anche nel corso di quest'anno sono risultate ampiamente positive.

Nel 2022 verrà a scadere un ammontare rilevante di BTP decennali, pari a circa 60 miliardi di euro, in aumento rispetto a quello scaduto nel 2021. Per quanto riguarda il volume di emissioni, sebbene questo in valore assoluto potrà risultare inferiore a quello dell'anno appena trascorso, il peso che il BTP decennale avrà rispetto al totale delle emissioni nel corso del 2022 sarà presumibilmente in linea con quello del 2021. Tuttavia, visto il cospicuo importo in scadenza, si stima che le emissioni nette su tale segmento potranno risultare negative.

Le nuove linee che verranno emesse nel corso del prossimo anno saranno annunciate all'interno dei Programmi Trimestrali di Emissione. Per il segmento settennale si prevede che siano offerti almeno due nuovi titoli *benchmark*, mentre sul segmento decennale sarà offerto almeno un nuovo titolo. La modalità che il Tesoro prediligerà per il lancio di nuovi benchmark continuerà ad essere l'asta ordinaria. Come di consueto, prima di decidere circa l'apertura di un nuovo titolo *benchmark*, sarà effettuata un'approfondita analisi del contesto di mercato, della capacità dello stesso di recepire un nuovo *benchmark* in asta - normalmente per volumi superiori rispetto alle ordinarie riaperture - e per verificare se il flottante complessivo dei titoli in corso di emissione sia tale da garantire anche una eventuale riapertura in momenti successivi, come *off-the-run* in asta o in operazioni di concambio.

Infine, qualora si ravvedano necessità di normalizzazione della curva dei rendimenti, fenomeni di stress su specifici titoli, forte domanda da parte degli investitori, potranno essere offerti titoli *off-the-run* sia a metà che a fine mese, comunicando un intervallo di volumi che, ove coinvolga più titoli *off-the-run*, potrà essere anche congiunto. Resta fermo che, in caso di particolari circostanze di mercato,

tutti i titoli, siano essi *on-the-run* che *off-the-run*, potranno essere offerti con un intervallo di offerta unico.

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

Nel corso del 2021, le emissioni di nuovi titoli *benchmark* sul segmento a lungo termine hanno avuto un ottimo riscontro presso gli investitori finali. Il Tesoro è riuscito a collocare tramite sindacato un nuovo *benchmark* sulla scadenza a 15 anni e, per la prima volta dopo il primo titolo lanciato nel 2016, un nuovo titolo sulla scadenza a 50 anni. Nel complesso sono stati collocati tramite sia asta che sindacato circa 33 miliardi di euro sul tratto a lungo termine, in netta riduzione rispetto ai 60 miliardi emessi nel 2020. Tale discesa, oltre ad essere naturalmente legata alle esigenze di raccolta ridotte rispetto al 2020, è stata in parte determinata da una politica di emissione volta al contenimento dei volumi in offerta sul tratto a lungo termine, soprattutto nella seconda parte dell'anno, al fine di tener conto delle condizioni del mercato secondario. Di conseguenza, anche la percentuale sulle emissioni totali è risultata in discesa rispetto alla rilevante quota raggiunta nel 2020.

In linea con gli anni passati, anche nel 2022 la politica di emissione sul tratto a lungo termine continuerà ad incentrarsi sul fornire liquidità a tutti gli strumenti disponibili attraverso collocamenti che saranno condotti con regolarità e continuità. Nelle aste di metà mese, il Tesoro offrirà al mercato almeno uno dei titoli con scadenza compresa tra 15 e 50 anni, scegliendo di volta in volta sulla base di valutazioni che terranno conto delle informazioni acquisite - attraverso canali diretti e indiretti - con gli investitori e con gli operatori più attivi su questi strumenti e considerando le dinamiche degli scambi sul mercato secondario.

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

Nel 2022 le emissioni lorde sul tratto a lungo termine della curva BTP potrebbero attestarsi su livelli leggermente superiori rispetto a quelli del 2021; tuttavia, considerando le ridotte esigenze di raccolta del 2022 rispetto all'anno appena trascorso, il peso che i BTP nominali a lungo termine avranno sul totale delle emissioni si stima in lieve aumento rispetto al 2021. In ogni caso, considerando l'assenza di scadenze sul tratto a lungo termine, il Tesoro prevede di effettuare emissioni nette positive.

Il Tesoro, inoltre, valuterà l'opportunità di emettere tramite sindacato di collocamento nuovi titoli sulle varie scadenze *benchmark* di questo comparto, in virtù anche del flottante raggiunto dagli attuali titoli *benchmark* sulle scadenze 15, 20 e 30 anni, laddove le condizioni del mercato e della domanda si rivelino favorevoli. Come di consueto, data la natura dell'operazione svolta via sindacato e al di fuori

del calendario d'asta, l'annuncio di nuovi titoli nel comparto avverrà tramite comunicati stampa e non saranno presenti all'interno del Programma Trimestrale di Emissione.

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

La prima metà del 2021 è stata caratterizzata da basse aspettative di inflazione in reazione alla crisi pandemica, mentre nel secondo semestre i titoli indicizzati all'inflazione di tutti gli emittenti europei hanno risentito di un clima di incertezza sull'andamento dell'inflazione e sull'atteggiamento nel futuro prossimo delle banche centrali. In tale contesto, nel corso del 2021 il Tesoro italiano ha comunque confermato la sua presenza sul comparto dei titoli indicizzati tramite l'emissione di un nuovo titolo *benchmark* con scadenza trentennale. Considerato il rilevante volume scaduto nel corso di quest'anno, come previsto, le emissioni nette sono risultate negative.

Nel corso del prossimo anno verrà a scadere un unico titolo BTP€i per un ammontare pari a circa 11 miliardi. Per quanto riguarda i volumi in emissione, il Tesoro prevede di essere presente sul mercato con un ammontare pressoché in linea a quello dell'anno appena trascorso. Considerando tuttavia il ridotto volume di titoli in scadenza nel 2022 rispetto al 2021, si stimano emissioni nette positive sull'intero comparto.

Anche nel 2022 il Tesoro continuerà ad essere presente sul mercato con regolarità e a distribuire mensilmente l'offerta sulle varie scadenze della curva dei rendimenti reali, calibrando attentamente i volumi in emissione e tenendo conto dell'evoluzione del contesto macroeconomico e della domanda, nonché dell'andamento complessivo dei titoli a livello europeo. Gli aspetti sopracitati saranno inoltre oggetto di approfondita analisi nella valutazione da parte del Tesoro circa l'opportunità di emettere un nuovo titolo *benchmark* con durata compresa tra 10 e 15 anni.

La valutazione della possibilità di introdurre nuovi *benchmark* continuerà comunque 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. La modalità di collocamento dei nuovi titoli con durata pari o maggiore a dieci anni sarà, come di consueto, il sindacato di collocamento.

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

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

III.8 IL BTP ITALIA

Nel corso del 2021, a seguito di un'attenta valutazione delle condizioni di mercato e tenuto conto dell'assenza di volumi in scadenza durante l'anno, il Tesoro ha ritenuto opportuno non emettere un nuovo BTP Italia. Pertanto, il 2021 si è concluso con emissioni nette negative, a fronte di un rimborso di circa 1,3 miliardi di euro mediante un'operazione di concambio condotta a metà dell'anno.

A differenza dell'anno appena trascorso, nel 2022 verrà a scadenza un BTP Italia per un importo di poco superiore ai 2 miliardi di euro. Pertanto, tenuto conto dei volumi in scadenza, e ponendo particolare attenzione nel mantenimento della vitalità dello strumento, il Tesoro valuterà l'opportunità di effettuare un'emissione di BTP Italia nel corso dell'anno, al fine di soddisfare la domanda degli investitori istituzionali e *retail* e di continuare a fornire uno strumento ormai consolidato di protezione dei loro risparmi.

Per quanto riguarda la scadenza, il Tesoro si riserva la massima flessibilità nel valutare in prossimità del collocamento la scadenza più opportuna per l'emissione del nuovo titolo. Al contempo, l'attenzione verso lo strumento porterà il Tesoro a valutare eventuali aggiustamenti alle caratteristiche del titolo e alle modalità di emissione, preservando gli elementi che ne hanno determinato l'apprezzamento in particolare da parte dei risparmiatori *retail*.

In ogni caso, i titoli eventualmente offerti nel corso del prossimo anno manterranno l'indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale e un premio fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. Il BTP Italia continuerà ad essere emesso direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio. Gli ordini di acquisto saranno raccolti durante il periodo di collocamento sul circuito stesso della piattaforma, avvalendosi del supporto di banche *dealer* scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato.

Infine, in linea con quanto già avvenuto negli ultimi anni, il Tesoro si riserva di approfondire la possibilità di ricorrere ad operazioni straordinarie di gestione degli importi di BTP Italia in scadenza negli anni successivi, mediante operazioni di riacquisto o concambio, valutando la modalità più efficiente per la loro esecuzione. 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 dovessero verificarsi condizioni di mercato che richiedano un intervento in tale direzione.

III.9 IL BTP FUTURA

Introdotta per la prima volta nel 2020 attraverso due emissioni volte a finanziare i provvedimenti varati dal Governo per fronteggiare la crisi sanitaria ed economico-finanziaria conseguente alla pandemia da Covid-19, nel 2021 il BTP Futura è giunto alla quarta emissione, confermando l'ampio gradimento da parte degli investitori *retail*. Nel corso del 2021, infatti, il titolo di Stato riservato esclusivamente

al mercato *retail* è stato riproposto attraverso due emissioni volte a finanziare i provvedimenti varati dal Governo per sostenere la crescita economica del Paese, con una raccolta complessiva di oltre 8,7 miliardi.

Oltre all'innovativa struttura cedolare, basata sul meccanismo "step-up" che prevede cedole nominali semestrali calcolate in base ad una serie di tassi prefissati e crescenti nel tempo, con rendimenti minimi garantiti, nelle due emissioni del 2021 il Tesoro ha introdotto un doppio premio fedeltà pagato in due momenti diversi, al fine di premiare i risparmiatori che detengono il titolo fino a scadenza. In particolare, tale formulazione prevede la corresponsione di un premio intermedio al termine di un primo periodo di vita del titolo, per l'investitore che ha detenuto il BTP Futura sin dall'emissione, e un premio finale agli investitori che hanno continuato a detenere il titolo senza soluzione di continuità dall'emissione alla scadenza.

Ciò considerato, al fine di continuare ad offrire agli investitori *retail* uno strumento di tutela dei propri risparmi e sostenere la crescita del Paese, nel 2022 il Tesoro sarà presente sul mercato con almeno un'emissione del BTP Futura. Inoltre, ove se ne riscontrino le condizioni ed in ragione delle esigenze di finanziamento, si valuterà la possibilità di effettuare un secondo collocamento nel corso dell'anno. In riferimento alle caratteristiche del BTP Futura, il Tesoro si riserva la massima flessibilità nel valutare in prossimità del collocamento la scadenza più opportuna per l'emissione del nuovo titolo.

I titoli offerti nel corso del prossimo anno potranno presentare le stesse caratteristiche finanziarie di quelli già presenti sul mercato o altre che verranno valutate appropriate. Tuttavia, si confermerà il rimborso del capitale in unica soluzione alla scadenza al valore nominale e premio fedeltà collegato alla crescita dell'economia nazionale durante il periodo di vita del titolo, corrisposto in momenti diversi, per gli investitori che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza.

Come per le precedenti emissioni, i BTP Futura saranno emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio, avvalendosi del supporto alla raccolta ordini di banche dealer scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. Inoltre, continueranno ad essere esclusi dai collocamenti gli investitori istituzionali, trattandosi di un titolo riservato esclusivamente ai risparmiatori individuali e affini.

III.10 TITOLI DI STATO GREEN

Il Tesoro nel corso del 2021 ha completato l'iter organizzativo che ha permesso alla Repubblica Italiana di entrare nel mercato della finanza sostenibile con la prima emissione del BTP *Green*, il titolo di Stato dedicato al finanziamento delle spese sostenute dallo Stato a positivo impatto ambientale così come previsto dalla legge di bilancio per il 2020 (legge 27 dicembre 2019, n. 160).

Nell'ambito delle attività propedeutiche alla prima emissione, lo scorso 25 febbraio, il Tesoro ha reso disponibile il *Green Bond Framework*, il quadro regolatorio e organizzativo di riferimento per l'emissione di titoli *green*. I contenuti del *Framework* sono stati elaborati mediante una complessa attività di raccolta di dati e

informazioni nell'ambito del Comitato Interministeriale per i titoli di Stato *Green* stato istituito con il DPCM del 9 ottobre 2020.

Inoltre, in analogia con le *best practice* di mercato già adottate da altri emittenti sovrani, il *Green Bond Framework* ha ricevuto una *Second Party Opinion* da parte di Vigeo Eiris, l'organismo indipendente di valutazione appositamente selezionato dal Tesoro.

A seguito della pubblicazione del *Green Bond Framework* e della connessa *Second Party Opinion*, lo scorso 3 marzo ha avuto luogo l'emissione sindacata della prima *tranche* del BTP *Green* con scadenza 30 aprile 2045, per un importo di 8,5 miliardi di cui oltre la metà del collocamento è stata sottoscritta da investitori ESG (*Environmental, Social and Governance*). L'emissione inaugurale è stata ben accolta dal mercato ricevendo una domanda complessiva di oltre 80 miliardi di euro segnando il record di richieste nelle emissioni inaugurali di *Green Bond* sovrani in Europa.

Conformemente ai criteri di cui alla sezione 4 del *Green Bond Framework*, lo scorso settembre, il Tesoro ha reso noto il dettaglio delle spese *green* per un importo analogo al netto ricavo della prima emissione.

La selezione delle spese, incluse nel bilancio dello Stato relativo all'anno di emissione e ai consuntivi per i tre anni precedenti, è stata effettuata in aderenza ai *Green Bond Principles* redatti dall'ICMA e considerando, ove possibile, i *Green Bond Standards* attualmente in discussione da parte dell'Unione europea.

Nel 2022, il Tesoro renderà disponibile l'*Italian Sovereign Green Bond Allocation and Impact Report* contenente la rendicontazione dettagliata delle spese già selezionate e assegnate alle emissioni effettuate in linea con le migliori prassi internazionali. Inoltre, coerentemente con quanto previsto dalla legge di bilancio nel tempo verranno rese disponibili le informazioni dovutamente certificate circa l'impatto ambientale delle spese di cui sopra.

In considerazione dell'ottimo riscontro ricevuto dalla platea degli investitori e per fornire un adeguato sostegno alla liquidità del titolo sul mercato secondario, lo scorso 20 ottobre ha avuto luogo la riapertura via sindacato del primo BTP *Green* per un importo pari a 5 miliardi di euro con una partecipazione di circa 350 investitori a fronte di una domanda complessiva di oltre 55 miliardi di euro. Anche in tale contesto, si è riconfermato l'interesse degli investitori ESG verso il titolo verde italiano che hanno sottoscritto quasi la metà del collocamento.

Nel 2022 in relazione all'evoluzione delle condizioni di mercato, il Tesoro valuterà la possibilità di riaprire il titolo esistente, considerando anche l'asta come modalità di collocamento. Per quanto riguarda la possibilità di emettere una nuova linea del comparto *green*, il Tesoro si riserverà la massima flessibilità nella scelta della modalità di esecuzione e della scadenza più idonea alla soddisfazione delle esigenze della domanda.

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

Nel 2022, così come per gli anni scorsi, il Tesoro ricorrerà alle operazioni straordinarie di *Liability Management*, tenendo conto delle condizioni del mercato secondario e con una frequenza guidata da specifiche situazioni/esigenze del mercato stesso. Potranno partecipare esclusivamente gli Specialisti in titoli di Stato e, di norma, si terranno nelle settimane libere dalle aste di titoli, già calendarizzate.

Attraverso i concambi e i riacquisti, il Tesoro perseguirà una pluralità di obiettivi. In continuità con la politica adottata negli ultimi anni, verrà prestata massima attenzione alle situazioni di efficienza del mercato, intervenendo laddove si presentino condizioni di stress su specifici titoli o su determinati punti della curva dei rendimenti dei titoli governativi. Altro aspetto sul quale il Tesoro continuerà a monitorare è il profilo delle scadenze e la gestione del rischio di rifinanziamento.

L'operazione di concambio potrà essere svolta utilizzando il sistema telematico di negoziazione o il sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia. Non è escluso che, come avvenuto nel recente passato, tali operazioni possano essere effettuate anche tramite sindacato la cui procedura favorisce una maggiore rapidità di esecuzione e la possibilità di una più efficiente allocazione del titolo in emissione tra gli investitori che ne facciano domanda. Inoltre, tale modalità permette al Tesoro di emettere, laddove ritenuto opportuno, quantitativi difformi tra le due gambe dell'operazione o l'emissione di più titoli a fronte del riacquisto di un solo titolo di Stato.

Per le operazioni di riacquisto, il Tesoro di volta in volta potrà valutare di ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia, a negoziazioni bilaterali oppure utilizzare il sistema telematico di negoziazione. Infine, come già indicato per il concambio, non si esclude la possibilità di ricorrere alle operazioni sindacate.

Il ricorso alle emissioni TAP continuerà ad essere una valida opzione da adoperare sia a supporto del programma di finanziamento del Tesoro sia per andare a soddisfare specifiche esigenze di domanda di determinati titoli. Pertanto, nelle operazioni TAP si potranno emettere uno o più titoli, tendenzialmente *off-the-run*. Tali operazioni potranno essere eseguite utilizzando il sistema telematico di negoziazione.

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

L'impiego degli strumenti derivati, sotteso alla politica di emissione, potrà espletarsi mediante l'esecuzione di nuove transazioni e/o il ricorso a ristrutturazioni di posizioni già presenti in portafoglio.

Laddove l'attuale contesto di mercato, caratterizzato da tassi *swap* estremamente contenuti, dovesse perdurare anche nel corso del 2022, il Tesoro, in continuità con quanto accaduto negli anni passati, valuterà la possibilità di eseguire

nuovi *interest rate swap* (IRS) a lungo termine. Il duplice obiettivo di tali operazioni sarebbe quello di mitigare l'esposizione al rischio di tasso d'interesse e, al contempo, allungare la *duration* complessiva del debito, nonché contribuire alla riduzione del tasso medio pagato sul portafoglio complessivo di questa tipologia di derivati. Tali operazioni, laddove avessero luogo, sarebbero finalizzate ad una strategia di *macro-hedge*, a protezione da un rialzo dei tassi di interesse del portafoglio di emissioni domestiche a tasso variabile, senza necessariamente creare una copertura puntuale titolo-derivato.

Per quanto concerne la gestione dei rischi legati all'attività in valuta non domestica, data la ricostituita presenza sul mercato del dollaro e l'interesse manifestato anche per emissioni in altre valute, il Tesoro continuerà a fare ricorso allo strumento del *cross currency swap*. Attraverso questa attività di *liability management* potrà trasformare in modo puntuale le passività in valuta estera in passività sintetiche denominate in euro, contenere il più possibile gli oneri economico-finanziari e neutralizzare l'impatto della volatilità del tasso di cambio per l'intera vita dei titoli.

Infine, il Tesoro continuerà a monitorare le operazioni in essere nel portafoglio derivati, ricorrendo alla trasformazione del loro profilo finanziario coerentemente con i macro-obiettivi prefissati. Le scelte operative continueranno ad essere compiute sulla base di un'accurata analisi economico-statistica, nonché sulla funzionalità di ciascuna transazione alla strategia più generale di gestione del debito. Il Tesoro potrà quindi procedere alla rimodulazione/rinegoziazione in toto o in parte dei termini finanziari di alcune posizioni esistenti, sfruttando eventuali favorevoli contesti di mercato, con lo scopo di ricavarne un miglioramento in termini di impatto contabile sul debito e/o sulla spesa per interessi.

V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

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

L'utilizzo di tali modalità di finanziamento, ancillari al programma di emissione domestico, è finalizzato sia ad incrementare la platea degli investitori istituzionali, rendendone possibile il coinvolgimento di nuovi nel debito pubblico italiano, sia al contenimento dei costi rispetto alle "tradizionali" tipologie di emissione.

Con riferimento al 2021, il Tesoro è riuscito a perfezionare due nuove transazioni in dollari americani, sia nel primo che nel secondo semestre, sfruttando al meglio le potenzialità intrinseche di tale formato anche in un contesto di mercato caratterizzato da incertezza sull'andamento epidemiologico e la ripresa economica.

Il canale *Global Bond*, riservato a investitori di elevato profilo istituzionale e distribuiti in diverse aree geografiche, è tornato a rivestire un importante ruolo strategico nella gestione del debito italiano, permettendo di differenziare in misura considerevole la base dei detentori dei titoli e di rafforzare il collegamento con alcuni investitori, soprattutto statunitensi ed asiatici, che fidelizzati potrebbero manifestare interesse anche per gli strumenti domestici.

Il Tesoro ha emesso nel mese di aprile due nuovi titoli Global, rispettivamente con scadenza maggio 2024 e maggio 2051, incrementando il circolante in dollari di 3,5 miliardi e rispettando l'impegno assunto in occasione dell'emissione *multi-tranche* del 2019 di mantenere una presenza regolare nel comparto e di creare una curva dei rendimenti sempre più ricca e liquida. Nel secondo semestre, a fronte di una sostenuta domanda da parte di investitori istituzionali internazionali e coerentemente con l'obiettivo di dare profondità ai diversi segmenti della curva, anche per migliorarne la liquidità sul mercato secondario, il Tesoro è tornato su questo comparto tramite la riapertura via sindacato del titolo precedentemente emesso in corso d'anno con scadenza maggio 2051, portando il circolante del bond a 2,5 miliardi e quello complessivo dell'intero programma in dollari a 20 miliardi.

La strategia per i prossimi dodici mesi, considerato il riscontro positivo in termini di domanda, sarà orientata a consolidare il ruolo di *frequent issuer* del Tesoro garantendo una cadenza regolare delle operazioni sotto questo formato.

Pertanto, il Tesoro continuerà il suo attento e costante monitoraggio del mercato sia al fine di garantire una buona *performance* dei titoli in circolazione che di valutare la fattibilità del lancio di nuove emissioni, dando così continuità e prevedibilità alle emissioni nel corso del 2022. Il Tesoro potrà cogliere le opportunità che si presenteranno, derivanti da momentanei disallineamenti delle curve in euro e in dollari, per garantire una curva dei rendimenti in USD sempre più completa e liquida, attraverso l'emissione di nuovi *benchmark*, eventualmente anche su scadenze non convenzionali.

La valutazione della possibilità di emettere su nuove scadenze terrà conto sia dell'evoluzione della domanda (preferenze degli investitori su punti diversi della curva) sia della *performance* dei titoli esistenti, prestando attenzione ai differenziali di rendimento rispetto ai livelli dei titoli domestici di pari scadenza.

L'emissione di uno o più titoli - *single* o *multi-tranche* - avverrà tramite il consueto canale dei sindacati di collocamento, con la partecipazione di alcuni Specialisti in titoli di Stato in qualità di *lead managers* e degli altri Specialisti in veste di *co-lead managers*.

Il Tesoro si riserverà inoltre la possibilità di effettuare operazioni di riapertura di titoli esistenti, in modo da favorire un ottimale funzionamento del mercato secondario e soddisfare specifiche esigenze di domanda da parte degli investitori. Al fine di continuare a migliorare il grado di liquidità dei titoli presenti sul mercato, l'attività di monitoraggio delle quotazioni e degli effettivi scambi in acquisto e vendita degli stessi sul mercato secondario da parte degli Specialisti verrà ulteriormente consolidata in modo da aumentarne la rilevanza nella scelta dei *lead-managers* delle future emissioni.

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

Il canale *Medium Term Note Program*, attivo dal 1998, viene largamente impiegato per soddisfare peculiari richieste avanzate dagli investitori tramite gli Specialisti in Titoli di Stato, sotto forma di emissioni pubbliche o di collocamenti privati. Tramite questo formato si possono concretizzare nuove emissioni di titoli con differenti strutture, sempre *plain vanilla*, a tasso fisso o variabile, denominate in euro o in valuta estera, nominali o indicizzate all'inflazione, a seconda delle richieste pervenute.

Nel corso del 2021 il Tesoro non ha concluso nuovi piazzamenti privati in quanto le proposte pervenute potevano essere soddisfatte tramite strumenti pubblici, evitando fenomeni di cannibalizzazione, o comunque non sono state giudicate coerenti con le linee guida delineate.

Nel prossimo anno il Tesoro continuerà a valutare le manifestazioni di interesse degli investitori per avvalersi di questo importante canale, caratterizzato da un'elevata flessibilità in termini di struttura, scadenze e valuta, nonché di modalità di esecuzione e di tempistiche.

Restano invariati i tre requisiti minimi che le richieste devono rispettare per divenire oggetto di valutazione da parte del Tesoro: scadenza non inferiore a tre anni, ammontare minimo di 200 milioni di euro e importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro. I piazzamenti privati scaturiscono da *reverse enquiry* di alcuni investitori istituzionali, ovvero da richieste specifiche che difficilmente potrebbero essere soddisfatte mediante i canali ordinari di emissione, e si basano su una strategia *buy and hold*, ossia i titoli vengono acquistati con la finalità di detenerli in portafoglio fino a scadenza.

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

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