

2013

Linee guida
della gestione del debito pubblico



DIPARTIMENTO DEL
TESORO



Ministero
dell'Economia
e delle Finanze



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico

Anno 2013

Premessa

Il Dipartimento del Tesoro presenta le Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico per l'anno 2013, con l'obiettivo di illustrare la strategia di emissione sui titoli di Stato che verrà perseguita nel prossimo anno. Anche se le scelte che verranno adottate nel corso dei prossimi dodici mesi saranno ovviamente determinate in funzione delle condizioni correnti di mercato, il presente documento si prefigge lo scopo di fornire agli investitori nel debito italiano – per la parte rappresentata dai titoli di Stato - tutte le informazioni più rilevanti concernenti le modalità ed i criteri con cui l'emittente intende offrire i propri prodotti durante il prossimo anno.

Il programma delle emissioni per il 2013

INTRODUZIONE

Per il mercato del debito pubblico italiano il 2012 è stato un anno caratterizzato da fasi molto diverse tra loro, per effetto degli sviluppi dello scenario economico e politico sia nazionale che europeo, in cui la crisi dei debiti sovrani dell'area euro ha visto il susseguirsi di una serie di eventi molto rilevanti anche per i titoli di Stato italiani.

Se a livello nazionale è proseguito in modo ancora più deciso l'impegno, da un lato, al miglioramento dei saldi di finanza pubblica per l'anno in corso e i prossimi anni e, dall'altro, a porre in essere riforme volte a rilanciare la competitività del sistema economico, a livello europeo sono stati raggiunti importanti traguardi sia in materia di consolidamento e affinamento dei meccanismi di funzionamento dei veicoli di sostegno finanziario europeo sia in termini di avvio di ulteriori processi di integrazione, in particolare in ambito di vigilanza bancaria. L'altro fattore che ha contribuito non poco a scandire la performance dei titoli di Stato italiani nel corso dell'anno sono state le misure adottate dalla Banca Centrale Europea, in particolare le aste di rifinanziamento triennali per il settore bancario, con l'ultima che si è tenuta a fine febbraio, e il nuovo sistema - preannunciato a fine luglio e poi definito nei dettagli a inizio settembre - di potenziale intervento in acquisto sul mercato secondario dei titoli di Stato fino a tre anni, emessi da paesi che già si trovano sotto un programma di assistenza incardinato sul Meccanismo Europeo di Stabilità (*European Stability Mechanism* – ESM), basato su specifiche condizioni di rientro degli indicatori di finanza pubblica. In entrambi i casi, per via diretta e/o indiretta, il mercato del debito pubblico ne ha tratto un significativo beneficio, sia in termini di *performance* dei titoli che di efficienza delle negoziazioni sul mercato secondario, marcando in modo piuttosto netto le varie fasi che hanno contraddistinto l'anno che sta per chiudersi.

I progressi conseguiti sia a livello nazionale che a livello europeo durante l'anno sono effettivamente rinvenibili nell'andamento dei tassi e della liquidità su tutti gli strumenti offerti dal Tesoro: a inizio 2012 la curva dei rendimenti del debito italiano era sostanzialmente piatta e su livelli di tasso storicamente molto alti (in area 7%), mentre attualmente quest'ultima ha ritrovato una sua configurazione fisiologica, con le scadenze a breve termine che presentano rendimenti largamente inferiori a quelli delle scadenze a più lungo termine. Tuttavia il confronto tra le condizioni di inizio e fine anno non consente di apprezzare la complessità delle varie fasi che lo

hanno caratterizzato, alcune delle quali hanno visto il manifestarsi di fenomeni di significativa instabilità, sebbene non dell'intensità della seconda metà del 2011.

Se si guarda soprattutto al periodo tra la seconda metà di marzo e la fine di luglio, caratterizzato da non poche difficoltà nelle trattative a livello europeo circa le soluzioni da adottare per fronteggiare la crisi dei debiti sovrani e in cui si sono via via accumulati gli effetti di una successione di decisioni rilevanti da parte delle principali agenzie di *rating* sull'affidabilità del debito pubblico italiano, si è assistito nuovamente ad un sensibile incremento dei tassi di interesse sui titoli del debito italiano, con un marcato deterioramento della liquidità sul mercato secondario nelle sue varie componenti, che siano esse le sedi di negoziazione di tipo elettronico o gli scambi più tipicamente *over-the counter*. Anche in questo caso le tensioni sul mercato hanno inevitabilmente influenzato l'esito dei collocamenti, che hanno visto tassi all'emissione crescenti, rendendo progressivamente più difficile il collocamento del debito presso investitori istituzionali esteri, preoccupati dell'estrema volatilità dei corsi dei titoli.

D'altra parte, nei mesi di agosto e settembre e a partire dalla seconda metà di ottobre, molte di queste tensioni si sono fortemente allentate, favorendo una rilevante riduzione dei tassi su tutte le scadenze, e un progressivo miglioramento delle condizioni di liquidità in ogni comparto, anche quelli che tradizionalmente risentono maggiormente delle fasi di crisi, come i titoli nominali a tasso variabile o gli indicizzati all'inflazione. A riprova delle mutate condizioni, vi sono i dati relativi della quota degli investitori esteri sul debito italiano, che seppur per volumi molto ridotti, a partire dal mese di maggio dell'anno in corso ha invertito una tendenza che, dalla seconda metà del 2011, era stata di continua e progressiva riduzione.

Ancor più del 2011, tuttavia, va segnalato come nel 2012 il mercato italiano abbia mostrato segni di tenuta consistente sia sul piano della profondità delle negoziazioni che su quello della significatività dei prezzi quotati sul mercato secondario, fattori questi che sono venuti parzialmente meno solo in poche giornate caratterizzate da tensioni molto acute per l'intera area dell'euro. A contribuire a questo risultato è stata la politica di emissione, che si è sviluppata secondo gli abituali principi di regolarità e prevedibilità, avvalendosi nondimeno pienamente delle novità introdotte per il 2012, quali ad esempio le procedure di emissione e la riorganizzazione del calendario, o negli anni precedenti, il ricorso ai titoli *off-the-run* o i concambi. In tutte le scelte effettuate l'obiettivo principale è stato sempre quello di limitare al massimo l'impatto delle fasi di più acuta instabilità del mercato sul debito in circolazione e sulle nuove emissioni, cercando in questo modo di tutelare gli interessi sia dei possessori dei titoli di Stato che dell'emittente.

Nel 2013 il Tesoro si muoverà sulla scia delle novità introdotte nel 2012, al fine di assecondare l'esigenza della domanda, gestire le fasi di potenziale instabilità e allo stesso tempo conseguire risultati soddisfacenti sul piano della gestione dell'esposizione ai principali rischi di mercato. Con particolare riferimento al rischio di rifinanziamento, la strategia di emissione terrà conto dell'esigenza di contribuire all'allungamento della vita media del debito alla luce della modesta riduzione verificatasi tra il 2011 ed il 2012.

Nelle pagine che seguono verranno dettagliate tutte le caratteristiche della politica di emissione per il 2013, che si muoveranno sul solco delle novità già introdotte per il 2012. Le modalità di emissione e le relative comunicazioni non subiranno cambiamenti di sostanza e saranno sempre tese a contemperare le finalità in termini costo e rischio di finanziamento da parte dell'emittente con le condizioni che si presenteranno sul mercato.

In particolare, il Tesoro continuerà ad avvalersi del ricorso ad emissioni di titoli *off-the-run* senza escludere la possibilità di affiancarli, in un intervallo di emissione congiunto, a titoli *on-the-run*, soprattutto ove le condizioni di mercato siano particolarmente volatili.

Non saranno apportate variazioni alla periodicità con cui gli strumenti nominali di medio-lungo termine verranno offerti agli investitori, con la sola eccezione dei CCTeu, che verranno proposti nell'appuntamento di metà mese e non più di fine mese. Sempre su questo comparto e in ragione dell'esperienza dell'anno che volge al termine, il Tesoro tornerà ad una frequenza di emissione di norma mensile, ma con la possibilità di mesi privi di offerta nel caso in cui ciò possa agevolare la *performance* dei titoli in circolazione e l'efficienza delle contrattazioni. Analogamente ai BTP€i, ove si decida di emettere titoli CCTeu *off-the-run*, questi saranno annunciati in un intervallo unico di offerta insieme con gli *on-the-run*.

Nel 2013 il Tesoro prevede di continuare ad essere attivo sugli strumenti del mercato monetario, sebbene in un'ottica tesa a garantire per quanto possibile l'allungamento della vita media del debito pubblico, secondo l'impostazione richiamata in precedenza.

Considerato l'ampio e positivo riscontro fatto registrare dal BTP Italia come nuovo strumento specificatamente dedicato alla clientela *retail*, il Tesoro lo riproporrà al mercato anche nel 2013, apportando, ove necessario, migliorativi alla procedura di emissione, che continuerà ad essere effettuata direttamente attraverso il mercato elettronico dedicato alle negoziazioni *retail* sui titoli di Stato.

Nel 2013 il Tesoro si manterrà altamente flessibile nel considerare diverse opportunità di emissione "non domestiche", nei due formati standard, *Global Program* e *Medium Term Note Program*.

Va inoltre ricordato che a partire dal 1° gennaio 2013 tutti i nuovi titoli di Stato con scadenza superiore all'anno saranno emessi con Clausole di Azione Collettiva (*Collective Action Clauses* – CACs), così come previsto dal Trattato europeo istitutivo del Meccanismo Europeo di Stabilità, e sempre nel 2013 sarà possibile procedere all'attività di *stripping* sui titoli di Stato secondo il nuovo modello introdotto il 17 dicembre c.a. che, per i titoli nominali a tasso fisso, consente la piena fungibilità anche tra l'ultima cedola e il mantello di uno stesso titolo, e tra questi e gli *strip* originati da titoli diversi, purché con medesima data di scadenza.

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

IL CALENDARIO ANNUALE, LA PERIODICITÀ DELLE ASTE E I PROGRAMMI TRIMESTRALI DI EMISSIONE

Nel Calendario Annuale delle aste dei titoli di Stato per l'anno 2013, già pubblicato sul sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), sono sostanzialmente confermate le modifiche introdotte nel 2012, salvo alcune marginali variazioni, con lo scopo di rendere il processo di collocamento dei titoli ancora più efficiente.

Si confermano, quindi, le modifiche che riguardano le comunicazioni inerenti le aste di titoli nominali a medio-lungo termine di metà e fine mese: unico comunicato, tre giorni prima dell'asta, in cui si annunciano sia i titoli in offerta che i relativi quantitativi.

Per quanto riguarda le aste BOT di metà mese e di fine mese, effettuate il giorno lavorativo precedente quelle di medio/lungo termine, la comunicazione avverrà tre giorni lavorativi prima dell'asta (come in passato).

A differenza dello scorso anno, invece, la comunicazione relativa alle aste di fine mese di CTZ a 24 mesi e BTP€i verrà anticipata di un giorno e pertanto precederà di tre giorni lavorativi le relative aste, così come avviene per le comunicazioni di emissione di tutti gli altri titoli di Stato. Questa piccola modifica introdotta nel calendario inerente le aste dei CTZ a 24 mesi e dei BTP€i fa sì che l'assetto delle comunicazioni diventi omogeneo per tutti i titoli di Stato dal punto di vista della tempistica tra l'informazione relativa all'asta e l'asta stessa.

La sequenza delle aste negli appuntamenti di fine mese non prevede revisioni. I tre giorni in cui si svolgono le aste continueranno ad essere così organizzati: nel primo si svolgono le aste dei BTP€i e dei CTZ a 24 mesi, la cui data di regolamento sarà fissata tre giorni lavorativi dopo l'asta; nel secondo giorno si terrà l'asta BOT, il cui regolamento cadrà due giorni lavorativi dopo l'asta; il

terzo giorno avranno luogo, come di consueto, le aste dei titoli nominali a medio-lungo termine, con regolamento sempre fissato a due giorni lavorativi dopo l'asta.

La tabella 1, di seguito riportata, riassume la novità introdotta sulle date di annuncio delle aste:

Tabella 1: Calendario annuncio asta, data regolamento, data negoziazione sul mercato secondario

Tipologia di titolo	Data annuncio 2012	Data annuncio 2013	Asta	Data Regolamento asta	Mercato Secondario
BOT	T-3	T-3	T	T+2	T+2
CTZ	T-2	T-3	T	T+3	T+3
BTP€i	T-2	T-3	T	T+3	T+3
BTP/CCT/CCTeu	T-3	T-3	T	T+2	T+3

Per quanto riguarda la cadenza delle emissioni in ogni mese, i BOT a 3 e 12 mesi continueranno ad essere offerti a metà mese, con i primi legati alle esigenze di cassa, tipiche anche per le scelte di emissione dei cosiddetti BOT flessibili (che potranno essere offerti indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese), mentre quelli a 6 mesi mantengono la loro collocazione nelle aste di fine mese.

I titoli *on-the-run* a medio-lungo termine continuano ad essere proposti con lo schema già vigente: i BTP a 5 e 10 anni nella tornata d'asta di fine mese, mentre i BTP a 3 anni in quella di metà mese; i BTP sulle scadenze 15 e 30 anni saranno ancora proposti, ove ricorrano le condizioni, nelle aste di metà mese.

Le aste dei titoli *off-the-run* saranno condotte con una tempistica flessibile che tiene conto della tipologia di questi collocamenti, che hanno l'obiettivo di migliorare il funzionamento del mercato secondario, andando incontro a specifiche esigenze della domanda. Tuttavia, nel corso del 2013, il Tesoro, al fine di dotarsi della più ampia flessibilità e tempestività nelle sue scelte di emissione, anche a seguito delle modifiche introdotte sul comparto CCTeu (di cui si dirà a breve), si riserva la facoltà di emettere tali titoli non più in via prioritaria nella tornata di metà mese ma anche in quelle di fine mese. Inoltre, in particolari condizioni di mercato e in via del tutto eccezionale, i titoli *off-the-run* potranno essere offerti congiuntamente in un solo intervallo di emissione insieme ai titoli BTP *benchmark* in corso di emissione (*on-the-run*).

Come anticipato, la novità più rilevante riguarda il CCTeu. A partire da gennaio 2013, il CCTeu tornerà ad essere offerto, di norma, su base mensile, prestando una particolare attenzione alla calibrazione dei volumi offerti in funzione della domanda e della profondità del mercato. L'esperienza del 2012, infatti, ha consentito di apprezzare la rilevanza della continuità di emissione

come fattore per favorire la liquidità del mercato secondario e, di conseguenza, l'efficienza dei collocamenti sul piano dell'esecuzione. Inoltre le emissioni di CCTeu, che di norma avverranno sulla scadenza a 5 anni, verranno effettuate nelle tornate d'asta di metà mese e non più di fine mese, anche per evitare la concomitanza con il BTP a 5 anni. Infine, ove si opti per proporre CCTeu non in corso di emissione (*off-the-run*) questi verranno offerti in un intervallo unico con gli on-the-run, analogamente ai BTP€i.

Le aste di BTP€i e CTZ 24 mesi si terranno mensilmente nello stesso giorno, negli appuntamenti di fine mese secondo le date riportate nel Calendario Annuale.

Per tutte le aste di medio-lungo termine, si mantiene la possibilità per i partecipanti di inserire fino a 5 offerte, così come previsto per le aste BOT.

Nel corso del 2013, il Tesoro continuerà ad avvalersi della possibilità di poter fare ricorso alla riapertura di titoli in circolazione (sia di breve termine che di medio-lungo termine) al di fuori del Calendario Annuale, in casi del tutto eccezionali, dovuti in special modo ad esigenze di liquidità e di domanda del mercato. Tali collocamenti saranno annunciati attraverso i consueti canali di comunicazione, a seguito di un'ampia consultazione con i partecipanti al mercato stesso.

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

Tabella 2: Periodicità delle aste

<i>Tipologia di</i>	<i>Aste Metà Mese</i>	<i>Aste Fine mese</i>
<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>10 anni BTP*</i>		X
<i>15 e 30 anni BTP*</i>	<i>I due titoli saranno offerti in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>CCTeu</i>	<i>X (di norma, su base mensile)</i>	
<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.

In piena continuità con gli scorsi anni, nei Programmi Trimestrali di Emissione, oltre ad essere pubblicate le informazioni relative ai titoli da emettere, saranno resi noti i nuovi titoli a medio-lungo

termine in emissione nel trimestre successivo, insieme con i volumi minimi in circolazione che per ognuno di essi il Tesoro si impegna a raggiungere.

LE CACS

A seguito della entrata in vigore del Trattato che istituisce il Meccanismo Europeo di Stabilità (MES), con cui è stato previsto l'inserimento delle Clausole d'Azione Collettiva (cosiddette CACs) su tutti i titoli di Stato della zona euro di nuova emissione con scadenza superiore ad un anno, il Tesoro continuerà tuttavia ad emettere, con la consueta regolarità, titoli privi delle suddette clausole, cioè i titoli in corso di emissione al 01/01/2013 e gli *off-the-run*, al fine di garantirne la necessaria liquidità. Ciò in piena coerenza con gli accordi europei, che prevedono la possibilità di ricorrere a questi titoli per un volume totale massimo pari al 45% delle emissioni complessive lorde del 2013, limite che consentirà ampiamente al Tesoro di perseguire la strategia appena citata¹.

I TITOLI NOMINALI

a. I BOT e la gestione della liquidità

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

Alla luce del minor fabbisogno di cassa atteso per il 2013 e della strategia di allungamento della vita media del debito perseguita dal Tesoro, le emissioni complessive dei BOT potranno risultare inferiori rispetto a quelle del 2012.

I BOT annuali e semestrali saranno comunque offerti con regolarità, rispettivamente a metà e alla fine di ogni mese, e gli importi verranno determinati in funzione delle sopra citate finalità, nonché della domanda e delle condizioni di mercato. Con riferimento ai BOT semestrali, il Tesoro continuerà a porre particolare attenzione a calibrare i quantitativi delle emissioni che determinano l'indicizzazione di cedole dei CCT tradizionali ancora in circolazione, per assicurare l'efficienza del relativo mercato.

¹ Per approfondimenti si veda la documentazione presente al seguente link http://europa.eu/efc/sub_committee/pdf/supplemental_explanatory_note_on_the_model_cac_-_26_march_2012.pdf

Per entrambe le scadenze, a 6 e 12 mesi, nel corso del 2013 il Tesoro continuerà ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato. L'ammontare offerto in riapertura sarà di norma pari al 15% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria, sulla base della modifica introdotta a partire da maggio 2012 – descritta in dettaglio in un successivo paragrafo, che ha determinato l'incremento di tale quota (rispetto al precedente 10%). In occasione di ciascuna asta, tale percentuale potrà essere eventualmente modificata dal Tesoro in relazione alle condizioni di mercato e alle esigenze di domanda espresse dagli operatori, ma anche per finalità di gestione del debito al fine di dotarsi di uno strumento di controllo aggiuntivo dei volumi complessivamente emessi sul segmento BOT. Ciò potrebbe avvenire soprattutto nella seconda metà dell'anno, quando il monitoraggio dell'evoluzione del debito e della sua composizione diventa più stringente ai fini del perseguimento degli obiettivi di finanza pubblica e di bilancio. Il Tesoro, comunque, ricorrerà a questa misura in via episodica, e tenendo delle esigenze di domanda.

I titoli trimestrali, così come i BOT emessi con durate differenti da quelle standard (i cosiddetti BOT flessibili), saranno offerti sfruttando pienamente l'elasticità dello strumento in relazione alle esigenze di cassa. Il Tesoro prevede di fare un limitato ricorso a tali strumenti nel 2013.

Per quanto riguarda il funzionamento del mercato primario, l'asta competitiva rimarrà il sistema di collocamento di tutto il comparto BOT. Le emissioni continueranno quindi a svolgersi con il metodo d'asta inaugurato nel 2009, che prevede la presentazione delle offerte in termini di rendimento (anziché di prezzo), confermando inoltre la possibilità per gli operatori di inserire fino a 5 richieste per ciascun BOT offerto, come avviene dal 2010.

Le *Commercial Paper* (CP) continueranno ad essere uno strumento utilizzato dal Tesoro nel corso del 2013 in base prevalentemente alle esigenze di cassa che si materializzeranno in corso d'anno, senza tuttavia perdere di vista le esigenze di specifici investitori, con l'intento di diversificarne la platea. Tale programma, grazie alle sue caratteristiche di estrema flessibilità in termini di quantità e scadenze, si è infatti rivelato sempre più un utile strumento di gestione della liquidità.

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, in seguito alla riforma della gestione della liquidità del Tesoro introdotta alla fine del 2011, prevede un'attività quotidiana e lo svolgimento di operazioni prevalentemente di impiego della liquidità, oltre che di raccolta, per le quali il numero di controparti ammesse si è notevolmente incrementato nel corso del 2012. Tali 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. L'operatività prevede, infine, la facoltà del Tesoro di investire la propria liquidità in depositi vincolati a scadenza predeterminata presso la Banca d'Italia.

b. I CTZ 24 mesi

Il comparto CTZ a 24 mesi nel 2013 non presenterà particolari novità riguardo le modalità di emissione e continuerà ad essere collocato con la medesima procedura introdotta nel 2012, cioè con asta marginale e taglio discrezionale del prezzo da parte del Tesoro all'interno di un quantitativo minimo e massimo offerto. Il Tesoro, a differenza del 2012, anticiperà il comunicato di emissione di un giorno rispetto alla data d'asta e pertanto l'annuncio del titolo e della quantità offerta nel 2013 avverrà tre giorni antecedenti la data d'asta. Tale modifica è stata introdotta per rendere uniformi su tutti i comparti gli intervalli di tempo intercorrenti tra la data dell'annuncio dei titoli offerti, con le relative quantità, ed la data dell'asta dei titoli a cui si riferisce l'annuncio stesso. Con tale innovazione, inoltre, si garantisce un più ampio periodo di raccolta delle prenotazioni da parte degli investitori, ed in particolare della componente *retail*.

Il 2013 vedrà un netto calo dei volumi in scadenza nel comparto CTZ, pari a circa 23 miliardi di euro, circa il 50% in meno rispetto al 2012. Il Tesoro, considerato anche il buon andamento della domanda riscontrata negli ultimi mesi, che ha fatto seguito a fasi di estrema volatilità che comunque hanno condizionato la politica di emissione nel 2012, si presenterà sul mercato con regolarità e per importi complessivi che, tenuto conto della riduzione delle scadenze, vedranno un incremento dello stock in circolazione dei CTZ a fine anno. Tale incremento non sarà comunque tale da incidere significativamente sulla composizione del debito.

c. I CCTeu/ CCT

Il comparto dei titoli a cedola variabile (CCT e CCTeu) nel 2012 ha vissuto, così come anche nel corso del 2011, periodi di turbolenza particolarmente intensi, durante i quali i corsi dei titoli hanno manifestato livelli di estrema volatilità con quotazioni piuttosto insoddisfacenti, rientrati su livelli fisiologici solo dopo il mese di settembre, quando la performance del comparto ha iniziato un percorso di riallineamento in termini di costo rispetto ai BTP di pari durata.

In considerazione della normalizzazione delle condizioni del comparto, il Tesoro tornerà ad emettere i titoli CCTeu con una frequenza che di norma sarà mensile in modo da garantire la

continuità di emissione necessaria per fornire la liquidità richiesta dal mercato. Ove la situazione di mercato torni a farsi estremamente volatile, con questo nuovo assetto il Tesoro potrà valutare se eventualmente non ricorrere a tale strumento in un dato mese al fine di contribuire ad alleviare possibili tensioni presenti sul settore.

Nel 2013 l'ammontare di CCT in scadenza sarà poco superiore ai 14 miliardi di euro, in ulteriore riduzione rispetto agli ultimi anni ed in particolare di circa 11 miliardi di euro rispetto al 2012.

La scelta di emettere tendenzialmente con una frequenza mensile e la riduzione dei volumi in scadenza comporterà per il 2013 un incremento dello stock dei CCT/CCTeu nella composizione dello stock del debito sebbene per percentuali non rilevanti. Infatti nelle decisioni dei quantitativi da emettere di volta in volta, oltre a valutare le capacità di assorbimento del mercato, sarà monitorato accuratamente l'impatto al margine, di tali emissioni, sull'esposizione dell'intero debito al rischio di tasso di interesse.

Il meccanismo di collocamento tramite asta utilizzata per i CCTeu, come per il resto dei titoli a medio-lungo termine, sarà quella marginale con la fissazione del prezzo determinata discrezionalmente dal Tesoro in base alla situazione del mercato secondario, all'interno di un intervallo di quantità in offerta precedentemente annunciato. Qualora si scelga di proporre CCTeu non in corso di emissione (*off-the-run*) questi verranno offerti in un intervallo unico con gli on-the-run, analogamente ai BTP€i.

In continuità rispetto alla politica di emissione intrapresa nel 2012, il Tesoro anche per il 2013 tenderà a privilegiare per il lancio dei nuovi titoli la scadenza quinquennale.

Infine, oltre ad essere modificata la periodicità dell'asta, verrà modificata anche la tempistica del collocamento, dalle aste di fine mese a quelle di metà mese al fine di evitare la contestuale emissione a fine mese del BTP e del CCT entrambi con scadenza 5 anni.

Ove l'esigenza di rendere maggiormente efficiente il funzionamento del mercato secondario o particolari situazioni di domanda lo richiedano, il Tesoro non esiterà a riaprire CCT con vecchia indicizzazione al tasso delle aste BOT a 6 mesi in modo da contribuire a risolvere tali criticità.

d. I BTP nominali a medio termine (3, 5 e 10 anni)

La politica di emissione del Tesoro sulle scadenze a 3, 5 e 10 anni sarà improntata alla regolarità e continuità e costituirà la quota maggioritaria delle emissioni di BTP nominali, nonché di tutte le emissioni a medio-lungo termine. Il lancio di nuovi titoli, comunicato di volta in volta nei Programmi Trimestrali, sarà deciso in modo da tener conto delle esigenze di finanziamento del Tesoro, della *performance* sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga e, in ogni caso, cercando di garantire che il flottante finale dei titoli in corso di emissione sia tale da lasciare la possibilità che gli stessi possano essere riaperti in momenti successivi come *off-the-run* o in operazioni di concambio.

Nel corso del 2013, in considerazione del processo di normalizzazione in corso anche sulle scadenze più lunghe, vedrà, complessivamente, un alleggerimento delle emissioni lorde su queste tre scadenze, che saranno maggiormente in linea con gli ammontari in scadenza.

Il collocamento dei titoli a 5 e 10 anni avverrà, come già sperimentato nel 2012, in occasione delle aste di fine mese, mentre in quelle di metà mese saranno offerti i titoli a 3 anni, ai quali di norma potrà essere affiancato un titolo a lungo termine con scadenza superiore ai 10 anni.

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

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

Il comparto dei BTP nominali con scadenza superiore ai 10 anni, così come negli ultimi mesi del 2011, anche nel 2012 ha continuato ad essere un segmento di curva estremamente volatile, caratterizzato da un mercato secondario più sottile rispetto agli altri comparti. Tutto ciò, accompagnato da un atteggiamento di maggiore prudenza da parte degli investitori internazionali, ha ridotto la domanda dei titoli di questo comparto inducendo, pertanto, il Tesoro rimodulare i volumi offerti e a presentarsi sul mercato dopo ampia analisi delle condizioni della domanda. L'evidente stabilizzazione che si è manifestata negli ultimi mesi del 2012 ha investito anche il

comparto a lungo termine, che infatti ha visto il ritorno di una molteplicità di investitori e ha permesso al Tesoro di ritornare ad emettere con una maggiore regolarità.

La politica di emissione nel 2013 non si discosterà da quella adottata in questi ultimi mesi e, pertanto, la strategia sarà incentrata nel contemperare l'impegno ad un graduale ritorno alla regolarità di emissione, con l'obiettivo di garantire un'efficiente esecuzione dei collocamenti, anche attraverso un'accurata scelta dei titoli da emettere.

Dal punto di vista del calendario e della periodicità delle aste, sarà nelle aste di metà mese che il Tesoro deciderà se essere presente sul mercato e, in tal caso, quanto emettere sulla scadenza a 15 o a 30 anni *on-the-run* o se ricorrere ad integrazione o in alternativa a riaperture di titoli a lungo termine *off-the-run* (che potranno tuttavia essere eventualmente proposti anche nelle aste di fine mese). Nell'effettuare queste scelte, il Tesoro procederà di volta in volta ad ampia consultazione con i soggetti di mercato, al fine di porre in essere una strategia in linea con le esigenze di numerosi investitori istituzionali nazionali ed internazionali (in particolare fondi pensione e assicurazioni) con un profilo di investimento orientato al lungo termine. Nella selezione dei titoli da offrire al mercato, oltre al costo e al prezzo a pronti, verranno esaminate le condizioni di volatilità dei mercati, in virtù del fatto che queste influenzano l'esecuzione dei collocamenti e la *performance* dei titoli presenti nei portafogli dei partecipanti al mercato. Le modalità di svolgimento delle aste saranno analoghe a quelle degli altri BTP nominali, sia per i titoli *on-the-run* che per gli *off-the-run*.

Per quanto riguarda l'introduzione di nuovi titoli, ove sul mercato si riscontrino le condizioni, il Tesoro si avvarrà di un sindacato di collocamento, sempre in ragione delle caratteristiche di flessibilità consentite da questa procedura di emissione.

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

Durante il 2012, i BTP€i sono usciti da alcuni importanti indici obbligazionari europei di settore, per effetto della riduzione del *rating* sovrano della Repubblica Italiana e questo ha avuto un impatto non secondario sull'andamento del comparto, sebbene l'evento fosse già in parte scontato dal mercato. La forte volatilità dei corsi dei titoli ne ha per certi versi ridotto la liquidità e quindi reso più onerosa l'emissione. Tuttavia, nella seconda metà dell'anno, soprattutto da settembre 2012, la ripresa è stata molto sensibile ed il mercato sembra aver apprezzato l'impegno del Tesoro a essere presente mensilmente su questi titoli, anche riducendo significativamente i volumi offerti quando questo si è reso necessario.

Sulla scorta dell'esperienza del 2012, anche nel 2013 il Tesoro garantirà la sua presenza sul mercato secondo la cadenza mensile prevista dal Calendario, salvo quando dovessero essere lanciati nuovi titoli mediante sindacazione. Nella stessa tornata d'asta potranno essere offerti più titoli congiuntamente, tanto *on-the-run* che *off-the-run*, con un unico intervallo di volumi in offerta, all'interno del quale verrà allocata la quantità emessa per ogni singolo titolo. L'eventualità di introdurre nuovi titoli sarà valutata alla luce delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, soprattutto in termini di flottante raggiunti da ciascuno di essi, e dell'evoluzione della domanda, la cui composizione nel biennio 2011-12 è mutata non poco per effetto degli sviluppi della crisi dei debiti sovrani dell'area euro.

Come per gli altri segmenti di mercato, molto impegno verrà posto nell'interazione con gli investitori, particolarmente quelli più specializzati su questo settore, in modo che tutte le scelte di gestione del comparto siano quanto più possibile in linea con le loro aspettative, pur all'interno della strategia generale di emissione del Tesoro. Dal 2013, infatti, le scelte di emissione sui BTP€i dovranno tenere conto anche dell'esposizione complessiva al rischio di tasso di inflazione che risente dell'introduzione durante il 2012 del nuovo titolo indicizzato dedicato alla clientela *retail*, il BTP Italia. Considerando che nel 2013 non ci sono titoli indicizzati all'inflazione europea in scadenza, è probabile che lo stock a fine anno andrà lievemente a crescere, ma ciò verrà in modo tale che l'esposizione complessiva al rischio inflazione, calcolata in termini di quota dei titoli reali sul debito complessivo, rimanga sostanzialmente immutata rispetto al 2012.

IL NUOVO MODELLO DI STRIPPING

A partire da lunedì 17 dicembre 2012 è diventata operativa la nuova modalità di separazione e ricostituzione di titoli di Stato, meglio nota come *stripping*. Come infatti previsto dal D.M. 07/12/2012 n° 96718, con il nuovo modello la fungibilità tra cedole separate (*strip*) aventi medesima scadenza - ma provenienti da titoli nominali a tasso fisso diversi - viene estesa anche ai mantelli provenienti dai medesimi o altri titoli, purché ovviamente sempre con la stessa data di scadenza. In questo modo verranno nettamente ampliate le possibilità per gli intermediari di separare e ricostituire titoli, con un deciso incremento delle possibilità di negoziazione e quindi di liquidità di ciascuna nuova componente separata. Nella misura in cui questi strumenti saranno maggiormente liquidi, gli intermediari avranno incentivi più elevati a effettuare nuova attività di *stripping* rispondendo alle richieste dei partecipanti al mercato, con l'effetto di una maggiore offerta di componenti separate, che sono a tutti gli effetti titoli di Stato zero coupon. Questo processo dovrebbe quindi rendere più appetibili per il mercato i titoli sottostanti, sostenendo la domanda in particolare per i titoli a più lunga scadenza.

Il decreto sopra menzionato introduce, tra le altre novità, una riformulazione degli aspetti fiscali inerenti l'investimento in *strip*, con l'obiettivo di fornire maggiore chiarezza sulla materia e garantire un'efficiente gestione del portafoglio per chi opera su questi strumenti.

Grazie al nuovo modello di fungibilità, essendo superata la distinzione tra cedola e mantello, nel D.M. è stato rimosso il concetto di taglio minimo differenziato per cedole e mantello, adeguando la denominazione minima di tutte le componenti risultanti dall'operazione di separazione, uniformata ad un centesimo di euro.

Infine, il nuovo D.M. chiarisce anche le conseguenze sul mercato degli *strip* dell'introduzione delle CACs a partire dal 1/1/2013, specificando che le componenti separate provenienti da titoli privi di tali clausole non potranno essere fungibili con quelle provenienti da titoli che invece le prevedono. Tale disciplina è chiaramente motivata dall'impossibilità per titoli aventi regimi contrattuali diversi di essere tra loro fungibili.

RIAPERTURE RISERVATE AGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO

Considerato il riscontro positivo ricevuto in merito alle modifiche introdotte durante il 2012 alle riaperture riservate agli specialisti nei titoli di stato, nel corso del prossimo anno si continueranno a seguire le nuove regole. Per tutti i titoli a medio-lungo termine e per i BOT a 6 e 12 mesi, il collocamento riservato ai soli Specialisti in titoli di Stato è organizzato il giorno successivo all'asta, ad un prezzo fisso uguale al prezzo marginale (o prezzo medio ponderato nel caso dei BOT) dell'asta principale tenutasi il giorno prima. In particolare, l'ammontare disponibile sarà pari al 15 per cento dell'ammontare offerto nell'asta principale, con l'eccezione delle prime *tranche* dei titoli a medio-lungo termine, in cui tale percentuale è del 30 per cento. La quota disponibile sarà ripartita come segue: ogni Specialista ha diritto di accedere a questa opzione fino al 10 per cento (o fino al 25 per cento se prima *tranche*) per una quota calcolata in base a quanto si è aggiudicato nelle tre precedenti aste di titoli dello stesso comparto di scadenza. La rimanente quota del 5 per cento è riservata agli Specialisti che avranno evidenziato una *performance* sul mercato elettronico all'ingrosso di riferimento particolarmente positiva. Inoltre, la quota di diritto riservata, fissa per tutte le aste di un trimestre, sarà commisurata all'attività svolta sul mercato secondario nel trimestre immediatamente precedente. Tale misura è stata intrapresa per premiare gli operatori che contribuiscono in maggiormente a fornire liquidità ai titoli e, in definitiva, a rendere più efficiente il funzionamento del mercato secondario.

2. PROGRAMMA DI EMISSIONE DEDICATO AL RETAIL: IL BTP ITALIA

Nel corso del 2012, il Tesoro ha introdotto sul mercato un nuovo titolo di Stato: il BTP Italia. Si tratta di un titolo del tutto nuovo, con tasso cedolare reale annuo fisso, indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale, rimborso su base semestrale della rivalutazione del capitale, durata quadriennale e premio di fedeltà per le persone fisiche che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. Innovativa è stata anche la modalità di emissione: ogni titolo viene proposto direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato dedicato agli scambi al dettaglio di Borsa Italiana, raccogliendo ordini di acquisto durante i quattro giorni di collocamento di ogni emissione sul circuito stesso della piattaforma, e mediante il supporto di banche *dealer*, scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato.

In tal modo, è stato attivato un canale di emissione aggiuntivo e diverso rispetto a quello tradizionale, specificamente indirizzato agli investitori individuali.

Sebbene le prime due emissioni, avvenute nei mesi di marzo e giugno 2012 abbiano avuto un buon esito, l'emissione di ottobre è andata oltre ogni aspettativa, portando le emissioni totali dell'anno a oltre 27 miliardi di euro.

Al fine di indirizzare ancora di più lo strumento alla clientela *retail* e di riservarsi un controllo sul volume totale emesso durante ogni periodo di collocamento, nel corso del 2013 il Tesoro si riserva di introdurre alcune marginali modifiche alla procedura di emissione, previa consultazione con gli operatori del settore.

Per il 2013 si prevede di procedere in linea di massima con due emissioni, mantenendo sostanzialmente invariate le caratteristiche dello strumento sia in termini di durata che di meccanismo di indicizzazione, nonché di indice di inflazione utilizzato.

3. EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

Nel 2012 non si sono verificate condizioni finanziarie e di domanda favorevoli ad un significativo ricorso ai mercati internazionali. Tuttavia, da parte degli investitori globali sono emersi recentemente segnali di maggiore interesse a condizioni di finanziamento più convenienti per l'emittente, che pongono le premesse per un potenziale ritorno del Tesoro su tali mercati, ripristinando le premesse per una presenza più regolare, tale da favorire l'ampliamento della base di investitori.

Pertanto, per quanto riguarda il programma *Global Bond* in dollari statunitensi, il Tesoro continuerà a monitorare il mercato per catturare rinnovate manifestazioni d'interesse per nuove emissioni, anche in considerazione della lunga assenza dal comparto e della scadenza di due titoli nel corso dell'anno, in particolare nel mese di giugno e settembre, per un ammontare complessivo di 4 miliardi di dollari.

Il programma *Medium Term Note* permette, invece, di emettere in formato pubblico o privato, in euro oppure in valute diverse, con caratteristiche di estrema flessibilità che consente di allineare perfettamente richieste specifiche da parte di uno o più investitori, in termini di quantitativi, scadenza e struttura, con le esigenze dell'emittente. In particolare, saranno prese in considerazione le proposte di piazzamenti privati che soddisfino requisiti specifici:

- scadenza non inferiore ai tre anni,
- ammontare di norma non inferiore ai 200 milioni di euro e con un importo minimo negoziabile pari ad almeno 500.000 euro.

Tali richieste saranno esaminate imponendo che il costo di finanziamento sia non superiore al corrispettivo titolo "domestico" ed evitando ogni possibile negativa ripercussione sulle normali emissioni in formato pubblico.

Per soddisfare le esigenze non di un singolo investitore bensì di un gruppo di investitori istituzionali, si potrà valutare l'opportunità di emettere titoli pubblici in formato MTN anche in valute diverse dall'Euro, quali per esempio il franco svizzero e la sterlina inglese, mercati a cui più volte si è fatto ricorso in passato, ma non di recente.

4. ALTRI ASPETTI OPERATIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO

LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Nel 2013, come negli scorsi anni, il Tesoro potrà ricorrere ad operazioni di concambio e riacquisto per gestire il rischio di rifinanziamento, rimodulando il profilo delle scadenze e favorendo al contempo la liquidità e l'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato.

Sulla base delle giacenze attese sul conto disponibilità e soprattutto sul fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, il Tesoro prevede di poter svolgere operazioni di riacquisto con maggiore frequenza rispetto agli scorsi anni. L'esecuzione di tali operazioni dipenderà altresì delle condizioni

prevalenti sul mercato e, come di consueto, potrà avvenire attraverso il sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia o tramite negoziazioni bilaterali.

Le eventuali operazioni di concambio terranno conto delle finalità sopra indicate, nonché della domanda e delle condizioni di mercato. Per tale operatività si valuterà di volta in volta se avvalersi del sistema telematico di negoziazione o della procedura d'asta della Banca d'Italia.