

2014

Linee guida
della gestione del debito pubblico



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico
Anno 2014

Sommario

PREMESSA	2
IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI PER IL 2014	3
Introduzione.....	3
a) L'anno 2013.....	3
b) L'anno 2014.....	6
IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	8
1. Il Calendario Annuale, la periodicità delle aste e i programmi trimestrali di emissione.....	8
2. I titoli nominali a tasso fisso e variabile	11
a) I BOT e la gestione della liquidità.....	11
b) I CTZ 24 mesi.....	12
c) I CCTeu/ CCT	13
d) I BTP nominali a 3 e 5 anni	14
e) I BTP nominali a 7 anni.....	14
f) I BTP nominali a 10 anni.....	15
g) I BTP nominali a lungo termine (15 e 30 anni).....	16
3. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i).....	16
4. Gli Strip	17
IL BTP ITALIA.....	17
EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	18
LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO	19

PREMESSA

Come ogni anno, il Dipartimento del Tesoro pubblica qui di seguito le Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico per l'anno 2014, al fine di comunicare ai partecipanti al mercato del debito pubblico italiano, a qualunque livello, la strategia di emissione sui titoli di Stato che verrà posta in essere nei prossimi 12 mesi. In questo modo il Tesoro si prefigge di fornire elementi utili che consentano di comprendere le scelte di emissione che verranno compiute in corso d'anno, tenendo tuttavia conto che queste non potranno non dipendere delle condizioni che si svilupperanno sui mercati finanziari internazionali, condizioni che sicuramente influenzeranno le preferenze degli operatori per i vari strumenti offerti dal Tesoro. Nondimeno le Linee Guida vanno considerate come uno strumento messo a disposizione del pubblico per conoscere tempi, modi e criteri con cui il Tesoro sarà presente sui mercati, con evidenziazione dei profili di continuità e di innovazione.

IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI PER IL 2014

Introduzione

a) L'anno 2013

Il tratto distintivo del mercato del debito pubblico italiano durante l'anno 2013 è stato sicuramente il profilo di normalizzazione che ne ha caratterizzato l'andamento secondo molteplici aspetti. Se si guarda all'andamento dei tassi di mercato e alla forma della curva dei rendimenti, all'andamento delle negoziazioni e delle quotazioni sul mercato secondario, alla composizione delle emissioni e alle operazioni effettuate dal Tesoro sia sul mercato primario che su quello secondario - attraverso riacquisti e concambi - se ne ricava un quadro complessivo decisamente diverso dal biennio 2011-12, caratterizzato da un ritorno graduale ma continuo a condizioni di funzionamento del mercato e di operatività del Tesoro sempre più regolari ed ordinarie.

Tale constatazione risulta ancora più rilevante se si considera come nel 2013 le emissioni lorde complessive di titoli di Stato siano state sostanzialmente in linea con quelle del 2012, anno che aveva registrato un rilevante incremento delle emissioni di debito. Anche per effetto delle necessità di garantire idonea copertura finanziaria ai decreti che stanno consentendo alle Amministrazioni territoriali di rimborsare lo stock dei debiti commerciali in essere, infatti, il Tesoro ha dovuto aumentare la provvista finanziaria sul mercato oltre quanto pianificato a inizio anno, ma senza che questo abbia avuto impatti significativi sul mercato e sulle condizioni di finanziamento del debito.

Il 2013 si è aperto in sostanziale continuità con gli ultimi mesi dell'anno precedente e ha visto il proseguimento dell'andamento discendente dei tassi di interesse e dei differenziali contro i titoli tedeschi, iniziato a partire da settembre 2012, andamento determinato dal miglioramento dei saldi di finanza pubblica a livello nazionale, dagli importanti obiettivi conseguiti a livello europeo con l'istituzione dei veicoli di sostegno finanziario e con il processo di integrazione della vigilanza bancaria e, non ultimo, dalle misure adottate dalla Banca Centrale Europea, tra cui il nuovo sistema di potenziale intervento in acquisto sul mercato secondario dei titoli di Stato fino a tre anni (cosiddette *Outright Monetary Transactions*, OMT) volto a rendere più efficiente il processo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria all'economia. In questa fase positiva il Tesoro è rientrato in modo significativo sul mercato dei titoli a lungo termine, con il lancio -già a gennaio - del nuovo BTP a 15 anni, emissione che ha avuto un significativo riscontro in termini di condizioni di costo e di qualità degli investitori coinvolti.

Le prime criticità si sono manifestate nuovamente sul mercato del debito italiano all'indomani dell'esito delle elezioni politiche di fine febbraio e le conseguenti difficoltà relative alla formazione del nuovo governo. Sebbene non siano mancate giornate caratterizzate da improvvisi picchi di volatilità, va tuttavia segnalato come in questo periodo sia il mercato primario che quello secondario abbiano continuato a funzionare piuttosto regolarmente, consentendo al Tesoro di gestire senza particolari difficoltà i collocamenti in asta e agli operatori di negoziare i titoli di Stato sui mercati in assenza di particolari disfunzioni.

Con la formazione del governo ed una relativa stabilità dei mercati finanziari internazionali, il quadro complessivo per il mercato dei titoli di Stato è tornato ad assumere un tono decisamente positivo, con una sensibile discesa dei tassi di interesse lungo tutta la curva dei rendimenti ed un'ulteriore riduzione dei differenziali contro la Germania, fino ad arrivare a livelli simili a quelli dell'estate del 2011, prima che la crisi europea del debito sovrano investisse direttamente l'Italia. Tale contesto ha reso possibile anche l'emissione del nuovo BTP a 30 anni, scadenza con cui il Tesoro non si proponeva al mercato con un nuovo titolo fin dal settembre 2009.

Durante il periodo da maggio a luglio la situazione di mercato è tornata a presentarsi nuovamente volatile con un incremento dei tassi ed una riduzione della pendenza della curva dei rendimenti per effetto di una salita dei tassi a breve termine più marcata di quelli a medio lungo termine. In questo caso, tuttavia, a spiegare questo movimento sono stati fattori internazionali, quali, in particolare, l'annuncio della banca centrale degli USA di un possibile ridimensionamento, e successiva potenziale interruzione, delle politiche di acquisto di titoli obbligazionari sul mercato secondario americano, politiche volte a garantire bassi tassi di interesse a lungo termine e ampie condizioni di liquidità nel sistema al fine di agevolare una più rapida ripresa dell'economia ed una riduzione della disoccupazione. Questo annuncio ha avuto un impatto significativo sui livelli dei tassi di interesse su scala mondiale, inclusa ovviamente l'Europa e i paesi dell'euro. Nonostante l'entità del fenomeno, il mercato italiano dei titoli di Stato ha continuato a funzionare in modo sostanzialmente ordinato, pur in un contesto non privo di ingenti flussi di portafoglio in entrata ed in uscita dai vari segmenti della curva dei rendimenti guidati da significativi movimenti dei prezzi dei titoli.

Superata questa fase, il nuovo fronte di fibrillazione si è aperto a livello nazionale con le incertezze derivanti da una possibile rinnovata fase di instabilità politica. Nel mese di settembre e fino ai primi giorni di ottobre il mercato ha nuovamente offerto spunti di turbolenza, soprattutto sulle scadenze più brevi, poi rapidamente rientrati con il voto di fiducia ottenuto dal governo.

Da quei giorni fino alla fine dell'anno, senza significative pause, la performance dei titoli di Stato è stata continua e omogenea su larga parte degli strumenti offerti dal Tesoro, processo che è stato

ulteriormente agevolato dall'esito della prima emissione, tramite sindacato di collocamento, del BTP a 7 anni, che ha visto una larga partecipazione di investitori istituzionali sia domestici che internazionali, e dal successo oltre le più rosee previsioni della seconda emissione del BTP Italia, lo strumento dedicato agli investitori *retail* lanciato nel 2012, che già nel mese di aprile, durante il primo collocamento dell'anno, aveva avuto un riscontro molto ampio e soddisfacente.

La tendenza positiva del mercato durante l'ultimo trimestre dell'anno ha interessato in modo particolarmente forte le scadenze a breve e medio termine, che hanno raggiunto livelli assoluti di tasso e di differenziale contro Germania ben antecedenti la crisi, in linea con quelli del 2010. Sulle scadenze più lunghe si è assistito ad un altrettanto significativa riduzione dei tassi, anche se i differenziali contro Germania risentono ancora degli effetti della lunga crisi finanziaria iniziata negli USA nel 2007 e poi proseguita in forme diverse in Europa con le forti tensioni sul debito sovrano del periodo 2010-12.

Con il miglioramento della situazione generale di mercato ed il sensibile ridimensionamento delle fonti di tensione, il mercato dei titoli di Stato ha visto parallelamente migliorare le condizioni di liquidità del suo segmento secondario, con una ripresa significativa dei volumi scambiati e dell'efficienza delle quotazioni. Anche se in modo differenziato questo processo ha investito tutte le tipologie di titoli, anche quelli che durante gli anni della crisi del debito erano stati maggiormente penalizzati, come i titoli nominali a più lungo termine, quelli indicizzati all'inflazione europea e quelli a tasso variabile.

A fare da supporto a questo contesto è stato anche il ritorno sempre più continuo e di dimensioni sempre più rilevanti di investitori esteri, sia europei che non, che a seconda delle fasi di mercato hanno scelto di partecipare sia attraverso il mercato primario (aste e sindacazioni) che quello secondario. Tale presenza ha consentito di stabilizzare e quindi consolidare la quota del debito italiano rappresentata da titoli di Stato posseduta da operatori non residenti, quota che come noto soprattutto nel periodo tra la metà del 2011 metà del 2012 aveva subito un ridimensionamento non trascurabile.

Sul fronte delle emissioni internazionali, nel 2013 le condizioni finanziarie e di domanda, nonostante i significativi segnali di interesse da parte di un insieme non trascurabile di investitori globali, che avrebbero potuto porre le premesse per un potenziale ritorno del Tesoro su tali mercati, ad esempio con il formato *Global Bond* in dollari americani, non hanno consentito che questo accadesse. D'altra parte nel comparto dei piazzamenti privati, per soddisfare la domanda di investitori istituzionali, sono stati emessi, nei mesi di maggio e settembre, due nuovi titoli nominali

rispettivamente a 50 e a 40 anni che per volume, costo di emissione e segnale inviato al mercato hanno rappresentato un traguardo molto rilevante per la politica di gestione del debito complessiva.

b) L'anno 2014

La gestione del debito pubblico durante il prossimo anno terrà ovviamente conto delle indicazioni emerse durante il 2013, ma continuerà a muoversi coniugando ampi profili di regolarità e prevedibilità con adeguati margini di flessibilità al fine di affrontare con efficacia le condizioni che si determineranno sui mercati finanziari internazionali. Il rimborso dei titoli in scadenza e la copertura del fabbisogno di cassa del Settore Statale verranno garantiti mediante una strategia di finanziamento sui mercati tesa a proseguire nell'obiettivo di controllare e contenere l'esposizione del debito ai principali rischi di mercato. In particolare, anche nel 2014 le emissioni verranno calibrate in modo da proseguire nell'obiettivo di tornare a incrementare la vita media del debito, obiettivo che necessariamente non può essere raggiunto nell'immediato, considerando la dimensione assoluta dello stock dei titoli in circolazione, che non consente repentine modifiche nella sua struttura. In questo senso nel 2014 si proseguirà nel processo già avviato nel 2013 di sensibile rallentamento della discesa della vita media, cercando di porre le premesse per un inizio di inversione.

Il documento che segue, come ogni anno, riporta in modo dettagliato tutte le caratteristiche della politica di emissione per il 2014, sottolineando i profili di continuità e di innovazione rispetto all'anno che sta per chiudersi.

All'interno del programma regolare di emissioni via asta, la principale novità sarà l'introduzione del BTP a 7 anni, il quale verrà collocato a metà mese, andando quindi ad aggiungersi al BTP a 3 anni e ad un'emissione di BTP a lungo termine sul segmento a 15 o 30 anni. Anche per effetto di questa novità, i CCTeu torneranno ad essere proposti nell'appuntamento di fine mese, insieme ai BTP nominali a 5 e 10 anni. La frequenza di emissione dei CCTeu sarà di norma mensile, in considerazione anche del buon esito che questa scelta ha avuto nel 2013, e il Tesoro valuterà, ad ogni appuntamento d'asta, se proporre il solo titolo *on-the-run*, nonché uno o più titoli *off-the-run*, insieme o in alternativa al titolo *on-the-run*; in caso di emissione multipla i titoli verranno sempre annunciati in un intervallo unico di offerta, indipendentemente dallo status di *on-the-run* o *off-the-run*.

I BTPci continueranno ad essere offerti con regolarità a fine mese insieme con i CTZ (salvo, come consuetudine, che nel mese di dicembre) e a tal fine il Tesoro, in base alle condizioni di mercato e considerato il fatto che a settembre scadrà un titolo del comparto per un volume non trascurabile,

valuterà la possibilità di introdurre uno o più nuovi titoli mediante le modalità ritenute più consone per il buon esito dei collocamenti.

Anche nel 2014 il Tesoro valuterà l'opportunità di ricorrere ad emissioni di titoli *off-the-run*, al fine di migliorare le condizioni di negoziazione sul mercato secondario di singoli titoli e assecondare specifiche esigenze della domanda.

Infine, nel 2014 continuerà la presenza significativa del Tesoro sul mercato monetario, in particolare attraverso le emissioni dei BOT sulle varie scadenze. Anche al fine di controllare maggiormente il volume totale delle emissioni di BOT, proseguendo nel processo di riduzione rispetto all'anno precedente attuato nel 2013, le riaperture di tali titoli riservate agli Specialisti in titoli di Stato saranno di norma pari al 10% dell'asta principale, in riduzione quindi rispetto all'attuale 15%.

Il 2014 vedrà il Tesoro proporre nuovamente il BTP Italia visto lo straordinario successo registrato dal prodotto anche nel 2013. Potranno realizzarsi, tuttavia, innovazioni - anche rilevanti - nel processo di emissione, al fine di limitare le dimensioni delle singole emissioni e rendere il titolo sempre più indirizzato a investitori *retail*. Lo strumento come tale non presenterà modifiche sostanziali, se non relativamente alla scadenza che potrà essere diversa da quella corrente, pari a 4 anni, ma comunque non inferiore. Visto l'interesse degli investitori istituzionali per il titolo, il Tesoro nel 2014 si riserva di svolgere una serie di approfondimenti - sia di mercato che tecnico-operativi - per valutare l'opportunità di proporre uno strumento indicizzato all'inflazione domestica in grado di rispondere alle esigenze di tali investitori, focalizzando l'analisi oltre che sulle caratteristiche finanziarie dello strumento anche sulle modalità di emissione ed il formato.

Nel 2014, infine, il Tesoro non mancherà di valutare le diverse opportunità di emissione "non domestiche", nei due formati standard, *Global Program* e *Medium Term Note Program*, contando su un contesto complessivo ancora migliore del 2013.

IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA

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

Le aste dei titoli di Stato per l'anno 2014 si svolgeranno secondo il Calendario Annuale, già pubblicato sul sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it) che riporta, oltre alle date d'asta, le date di annuncio e di regolamento delle diverse tipologie di titoli.

Le comunicazioni inerenti le aste dei titoli di Stato continueranno ad avere la stessa tempistica: unico comunicato, tre giorni prima dell'asta, in cui si annunceranno sia i titoli in offerta che i relativi quantitativi.

Negli appuntamenti di fine mese, la sequenza delle aste 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 le date di annuncio e di regolamento delle aste per ciascuna tipologia di titolo:

Tabella 1: Calendario annuncio asta e data di regolamento

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

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

Quanto ai titoli *on-the-run* a medio-lungo termine, non sono previste modifiche alla sequenza con cui saranno offerti nelle tornate d'asta se si fa eccezione per l'introduzione su base mensile del nuovo BTP a 7 anni, che sarà offerto nelle aste di metà mese insieme al BTP a 3 anni e, ove ricorrano le condizioni, ai BTP sulle scadenze a 15 e 30 anni, e per i CCTeu, che torneranno ad essere proposti nelle aste di fine mese insieme ai BTP a 5 e 10 anni.

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

Le eventuali 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. Nel corso del 2014, il Tesoro, al fine di dotarsi della più ampia flessibilità e tempestività nelle sue scelte di emissione, si riserva la facoltà di poter emettere tali titoli sia nella tornata di metà mese che in quella di fine mese, analogamente al 2013.

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

Nel corso del 2014, 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, includendo anche il nuovo titolo BTP a 7 anni, offerto nelle aste di metà mese, e la modifica introdotta per i CCTeu, che saranno emessi nell'asta di fine mese:

Tabella 2: Periodicità delle aste

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

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.

2. I titoli nominali a tasso fisso e variabile

a) I BOT e la gestione della liquidità

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

Alla luce del minor fabbisogno di cassa atteso per il 2014 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 2013.

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 conferma l'impegno 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.

Per entrambe le scadenze a 6 e 12 mesi il Tesoro continuerà ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato. Tuttavia, l'ammontare della riapertura, nel 2014, sarà di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria (rispetto al 15% del 2013), in coerenza con la citata strategia di contenimento delle emissioni a breve termine. Il suddetto 10% sarà parametrato alla performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e a quella del mercato secondario, equamente ripartite. Il Tesoro manterrà la facoltà di modificare tale percentuale in occasione di ciascuna asta, in relazione alle condizioni di mercato e alle esigenze di domanda espresse dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi sul segmento BOT. Il Tesoro, comunque, ricorrerà a questa misura in via episodica e, in tal caso, diramerà un apposito comunicato stampa.

I titoli trimestrali, così come i BOT emessi con durate differenti da quelle standard, saranno 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 2014.

Per quanto riguarda il funzionamento del mercato primario, l'asta competitiva rimarrà il sistema di collocamento di tutto il comparto BOT. Le emissioni continueranno quindi a svolgersi con il metodo d'asta inaugurato nel 2009, che prevede la presentazione delle offerte in termini di

rendimento (anziché di prezzo), confermando inoltre la possibilità per gli operatori di inserire fino a 5 richieste per ciascun BOT offerto, come avviene dal 2010.

Il programma di emissioni a breve termine potrà essere completato con le emissioni di *Commercial Paper* (CP), utile strumento del mercato monetario per la gestione della liquidità in funzione essenzialmente delle esigenze di cassa proprie del Tesoro, che si presenteranno in corso d'anno, e tenuto conto delle necessità di specifici investitori, con l'intento di diversificarne la platea. Tale programma, caratterizzato dall'estrema flessibilità in termini di quantità e scadenze, è uno strumento da utilizzare come corollario all'attività ordinaria d'asta BOT.

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

Nel 2014, il comparto CTZ a 24 mesi continuerà ad essere collocato tramite asta marginale e taglio discrezionale del prezzo da parte del Tesoro, all'interno di un quantitativo minimo e massimo offerto, secondo un approccio di regolarità e per importi coerenti con le condizioni della domanda. Tali quantitativi saranno annunciati nel comunicato di emissione, emanato tre giorni antecedenti la data dell'asta.

Il 2014 vedrà un aumento dei volumi in scadenza, rispetto al 2013, con rimborsi pari a oltre 56 miliardi di euro. L'incremento delle scadenze è conseguenza delle politiche di emissione del Tesoro intraprese negli anni precedenti per far fronte alle esigenze di gestione del debito, che hanno portato ad emettere più titoli con scadenza nel prossimo anno.

Le emissioni nette dei CTZ a fine 2014 risulteranno pertanto negative. La strategia di alleggerimento delle emissioni sugli strumenti a più breve termine, che il Tesoro si propone di perseguire nei prossimi anni, comporterà pertanto una riduzione dello stock in circolazione dei CTZ

a fine 2014, ed una conseguente riduzione della quota relativa sullo stock complessivo dei titoli in circolazione.

c) I CCTeu/ CCT

Per il comparto dei titoli a cedola variabile (CCT e CCTeu) il 2013 è stato un anno di progressivo ritorno alla normalità, sancito anche dalla scelta del Tesoro di ritornare ad effettuare le emissioni su base mensile e per ammontari medi non troppo dissimili da quelli normalmente emessi nel periodo antecedente la fase più acuta della crisi, iniziata nell'estate del 2011 e proseguita in modo discontinuo anche nel 2012.

I rendimenti dei titoli CCTeu, nel corso del 2013 si sono gradualmente allineati a quelli dei titoli BTP nominali di scadenza equivalente, elemento quest'ultimo segnaletico di una rinnovata domanda da parte degli investitori finali sia istituzionali che appartenenti alla componente *retail*.

Anche per il 2014, in vista di un processo di consolidamento della normalizzazione delle condizioni del comparto, il Tesoro tornerà ad emettere i titoli CCTeu di norma con una frequenza mensile in modo da garantire la continuità di emissione necessaria per fornire la liquidità richiesta dal mercato.

Dopo il 2013, anno in cui l'ammontare di CCT in scadenza è stato di poco superiore ai 14 miliardi di euro e quindi particolarmente modesto, nel 2014 le scadenze torneranno ad essere significative e pari a circa 26 miliardi di euro, in linea con le scadenze medie registrate dal 2006. Anche per tale ragione le emissioni dei CCTeu nel 2014 saranno tali da consentire una loro complessiva riduzione in rapporto al debito, obiettivo quest'ultimo che verrà conseguito anche attraverso possibili operazioni di riacquisto o concambio che vedranno coinvolto questo comparto, coerentemente con le scelte adottate nel 2013. Tali scelte si iscrivono nella prospettiva di continuare a perseguire il contenimento dell'esposizione dell'intero debito al rischio di tasso di interesse.

Il meccanismo di collocamento tramite asta utilizzata per i CCTeu, in linea con la modalità introdotta già da alcuni anni, continuerà ad essere 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. Così come per il comparto BTP€i, qualora si scelga di proporre CCTeu non in corso di emissione (*off-the-run*), questi verranno offerti in un intervallo unico con gli *on-the-run*.

Nel 2014, oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione, verranno lanciati nuovi titoli che avranno scadenza almeno pari a 5 anni, in continuità con le scelte adottate negli ultimi due anni. La novità del 2014 riguarda la tempistica del collocamento che, fatta eccezione della parentesi del

2013, tornerà ad essere quella tradizionale di fine mese, contestualmente alle emissioni di BTP nominali a 5 e 10 anni.

d) I BTP nominali a 3 e 5 anni

La politica di emissione del Tesoro sulle scadenze più brevi del comparto BTP nominale, cioè quelle a 3 e 5 anni, sarà caratterizzata per una presenza sul mercato primario regolare e continua. In linea con la politica di trasparenza perseguita dal Tesoro, il lancio di nuovi titoli verrà comunicato di volta in volta nei Programmi Trimestrali ed avverrà con frequenze tali da 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 2014, anche al fine del perseguimento dell'obiettivo dell'allungamento della vita media del debito, vi sarà, complessivamente, un alleggerimento delle emissioni lorde su questi due strumenti.

Per questi due segmenti sono confermate le tempistiche di collocamento adottate già nel 2012 e 2013 e cioè il titolo a 5 anni verrà emesso, insieme al 10 anni, in occasione delle aste di fine mese, mentre in quelle di metà mese sarà offerto il titolo a 3 anni, al quale, oltre alla nuova linea con scadenza 7 anni, di norma sarà affiancato anche 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 7 anni

Nel 2014 una delle novità più rilevanti per la politica di emissioni del Tesoro, nell'ambito del comparto dei BTP nominali, sarà quella di emettere titoli con scadenza settennale, così come annunciato nel comunicato di emissione del titolo inaugurale, collocato tramite consorzio di collocamento composto da banche selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato.

Considerato l'esito della prima emissione, avvenuta nell'ottobre 2013, che ha visto una larga accoglienza da parte degli investitori istituzionali sia domestici che internazionali, e anche al fine di garantire la necessaria liquidità al comparto, il Tesoro procederà ad emettere su questa scadenza su base regolare e tramite meccanismo d'asta ordinaria.

Con riferimento alla tempistica del collocamento, il Tesoro emetterà questo titolo in occasione delle aste a medio-lungo termine di metà mese, insieme al BTP con scadenza triennale ed un titolo a lungo termine con scadenza superiore ai dieci anni. Così come per tutti gli altri titoli a medio-lungo termine, anche il BTP 7 anni sarà collocato con meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo.

Su questa scadenza il Tesoro presterà particolare attenzione nella calibrazione delle quantità offerte, tenuto conto della necessità di contemperare, da un lato, l'esigenza di offrire un'adeguata liquidità al titolo in corso d'emissione, soddisfacendo la domanda del comparto e, dall'altro, l'obiettivo di ricorrere a questa scadenza per ridurre opportunamente i quantitativi offerti sulle altre tipologie di titoli, in particolare quelli più brevi, al fine di ripristinare gradualmente un *trend* di allungamento della durata media del debito.

f) I BTP nominali a 10 anni

Anche nel 2014 il BTP con scadenza decennale manterrà il ruolo di titolo di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali italiana e pertanto continuerà a rappresentare uno dei riferimenti su cui si basano le emissioni del Tesoro nell'ambito del comparto BTP nominale, attraverso emissioni regolari su base mensile.

Il Tesoro, pur mantenendo le emissioni lorde in linea con quelle dei recenti anni, tenderà a conseguire un incremento del peso di questo segmento in rapporto allo stock del debito in circolazione.

Con riferimento alla calendarizzazione delle aste, il titolo continuerà ad essere emesso in occasione delle aste di fine mese insieme al titolo con scadenza a 5 anni nonché, come già menzionato, del titolo a cedola variabile (CCTeu).

Il collocamento di nuovi titoli decennali verrà, come di consueto, comunicato al mercato attraverso il Programma Trimestrale e collocato tramite meccanismo d'asta e determinazione discrezionale del prezzo, meccanismo adoperato anche per le successive *tranche*.

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

La politica di emissione nel 2014 tenderà a consolidare i risultati ottenuti nel 2013 e, pertanto, la strategia sarà incentrata nel mantenere l'impegno ad emettere con una regolarità adeguata, tenuto conto delle dinamiche di mercato e delle aspettative degli investitori, con l'obiettivo di garantire un'efficiente esecuzione dei collocamenti, anche attraverso un'accurata scelta dei titoli da emettere di volta in volta.

Il Tesoro calibrerà attentamente gli ammontari in emissione, riservandosi la flessibilità di scegliere il titolo *on-the-run* a 15 o a 30 anni in funzione della domanda o anche, in caso di peculiari situazioni di mercato, ricorrere - ad integrazione o in alternativa - a riaperture di titoli a lungo termine *off-the-run*. Questi ultimi, peraltro, potranno essere eventualmente proposti anche nelle aste di fine mese.

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

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

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

Nel 2014 verrà a scadenza un titolo BTP€i per circa 15 miliardi di euro (importo non rivalutato). In considerazione della volontà del Tesoro di garantire la continuità di emissione su base mensile come da Calendario, lo stock in valore assoluto dei titoli indicizzati all'inflazione europea potrebbe ridursi solo marginalmente, mentre certamente si arriverà ad una riduzione in percentuale sullo stock complessivo del debito, consentendo una migliore esposizione dell'emittente al rischio inflazione. Il collocamento dei titoli di questo comparto avverrà secondo la cadenza mensile prevista dal Calendario (che non prevede emissioni solo a dicembre), salvo quando dovessero essere lanciati nuovi titoli che, se con scadenza maggiore di quella a 5 anni, verranno proposti mediante sindacazione. Nella stessa tornata d'asta potranno essere offerti più titoli congiuntamente, sia *on-*

the-run che *off-the-run*, con un unico intervallo di volumi in offerta, all'interno del quale verrà allocata la quantità emessa per ogni singolo titolo.

La valutazione circa l'introduzione di nuovi *benchmark* sarà effettuata tenendo conto delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, soprattutto in termini di flottante raggiunto da ciascuno di essi, e dell'evoluzione della domanda. Inoltre, in occasione dell'eventuale collocamento di nuovi titoli, il Tesoro valuterà accuratamente, insieme agli operatori di mercato ed agli investitori, la possibilità di modificare il ciclo di pagamento delle cedole, attualmente definito nei mesi di marzo e settembre.

Nel 2014 in questo segmento sarà particolarmente accentuata l'attenzione posta nell'interazione con gli investitori, affinché le scelte di gestione del comparto siano quanto più possibile in linea con le loro aspettative, senza trascurare gli obiettivi strategici di emissione del Tesoro, che dovranno tenere conto, ai fini dell'esposizione complessiva al rischio inflazione, delle scelte che verranno effettuate anche per il titolo del comparto indicizzato all'inflazione domestica dedicato alla clientela *retail*, il BTP Italia.

4. Gli Strip

A seguito dell'introduzione delle Clausole di Azione Collettiva (cosiddette CACs) su tutti i titoli di nuova emissione a partire dal gennaio 2013, gli *strip* provenienti da titoli con CACs non sono più fungibili con quelli provenienti da titoli privi di CACs lanciati prima di gennaio 2013. Pertanto il Tesoro, compatibilmente con le altre esigenze di gestione del debito, cercherà di garantire continuità e coerenza nelle scelte dei cicli cedolari dei nuovi titoli con scadenza superiore ai 10 anni introdotti nel 2013, anche al fine di incrementare nel modo più costruttivo possibile la liquidità degli *strip*, obiettivo già in parte ottenuto attraverso la riforma del 2013 che ha inaugurato la fungibilità tra mantello e cedole di pari scadenza. Continueranno tuttavia ad essere strippabili tutti i nuovi BTP con scadenza non inferiore ai 5 anni ed i nuovi BTP€i.

IL BTP ITALIA

Anche nel 2013, il BTP Italia, lo strumento dedicato agli investitori *retail* lanciato nel marzo del 2012, ha confermato il suo notevole successo. I due collocamenti di aprile ed novembre hanno avuto un riscontro molto ampio e soddisfacente presso gli investitori, sia privati che istituzionali, consentendo al Tesoro di raccogliere più di 39 miliardi di euro.

Nel corso del 2014, il Tesoro intende, in linea di massima, riproporre il BTP Italia attraverso due collocamenti, mediante i quali agli investitori verrà offerto uno strumento privo di modifiche sostanziali rispetto all'attuale: tasso cedolare reale annuo fisso, indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale, rimborso su base semestrale della rivalutazione del capitale e premio di fedeltà per le persone fisiche che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. Tuttavia, potrebbero essere prese in considerazione anche scadenze diverse da quella corrente, pari a 4 anni, ma comunque non inferiori.

Almeno per quanto riguarda gli investitori *retail*, i titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato dedicato agli scambi al dettaglio di Borsa Italiana. Gli ordini di acquisto saranno raccolti durante il periodo di collocamento 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. La liquidità dei titoli sul mercato secondario sarà garantita attraverso l'impegno dei *Dealer* e di *Co-Dealer*, selezionati dal Tesoro tra i più attivi partecipanti al MOT sul comparto dei titoli di Stato italiani.

Tuttavia, il Tesoro si riserva l'opportunità di apportare alcune modifiche sostanziali al processo di collocamento al fine di limitare le dimensioni delle singole emissioni e rendere lo strumento sempre più indirizzato a investitori *retail*. In considerazione di tale scelta, il Tesoro nel 2014 svilupperà una serie di approfondimenti per valutare come valorizzare l'ampio interesse mostrato da investitori istituzionali per il BTP Italia nella sua attuale versione. L'obiettivo di tali approfondimenti sarà quello di valutare se esistono le condizioni per proporre un prodotto legato all'inflazione italiana dedicato a tali investitori e, in caso affermativo, con quali caratteristiche finanziarie (scadenza, meccanismo di indicizzazione, ecc...), quali modalità di emissione e quale formato.

EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

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

Nonostante il 2014 sia un anno caratterizzato da un modesto ammontare di scadenze nel comparto internazionale, si ritiene che il rinnovato interesse di investitori istituzionali per nuove emissioni in dollari americani, in formato *Global bond*, potrebbe fare da supporto rilevante per un ritorno su tale mercato nel corso del prossimo anno.

Pertanto, il Tesoro continuerà a monitorare il mercato per verificare l'interesse per nuove emissioni, auspicando un contesto più favorevole in termini di costi di esecuzione delle coperture via *cross currency swap*.

Il programma *Medium Term Notes* permette, invece, di emettere in formato pubblico o privato, in euro oppure in valute diverse, con caratteristiche di estrema flessibilità, che consentono un perfetto allineamento tra necessità dell'emittente e richieste peculiari da parte di uno o più investitori, sia in termini di scadenza che di struttura.

In particolare, saranno prese in considerazione le proposte di piazzamenti privati che soddisfino requisiti specifici in termini di scadenza non inferiore ai tre anni, di ammontare minimo 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 ripercussioni negative sulle emissioni in formato pubblico.

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

LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Nel 2014, 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. Alla luce della concentrazione di scadenze previste per gli anni 2015 e 2017, il Tesoro prevede di poter svolgere operazioni straordinarie con maggiore frequenza rispetto agli anni recenti.

Il ricorso a tali operazioni dipenderà dalle condizioni prevalenti sul mercato secondario e quelle di riacquisto, in particolare, dal livello delle giacenze del "conto disponibilità" e del fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato. Il Tesoro terrà conto di tali aspetti anche nello scegliere le modalità di esecuzione: il concambio sarà eseguito con il sistema telematico di negoziazione o tramite asta in Banca d'Italia mentre per i riacquisti, come di consueto, le opzioni oggi disponibili sono il sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia o le negoziazioni bilaterali.