

2012

Linee guida
della gestione del debito pubblico



DIPARTIMENTO DEL
TESORO



Ministero
dell'Economia
e delle Finanze



Premessa

Anche per il 2012 il Dipartimento del Tesoro presenta le Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico al fine di fornire agli investitori in titoli di Stato italiani indicazioni generali sulla strategia che verrà perseguita nei prossimi 12 mesi. In considerazione delle rilevanti turbolenze che stanno investendo i mercati dei titoli di Stato di buona parte dell'area euro, le scelte di emissione e gestione del debito non potranno non tenere conto del contesto di mercato e quindi, ove necessario, subire delle revisioni, pur rimanendo all'interno dell'impostazione strategica illustrata con questo documento.

Il riepilogo dettagliato della gestione del debito condotta nel corso 2011 sarà proposto in un documento di approfondimento che verrà pubblicato durante il prossimo anno.

Il programma delle emissioni per il 2012

INTRODUZIONE

Durante la seconda metà del 2011 il mercato dei titoli di Stato è entrato in una fase di volatilità particolarmente elevata, per effetto del propagarsi della crisi dei debiti sovrani dell'area euro iniziata lo scorso anno, la quale, sebbene in misura piuttosto differenziata, ha colpito la gran parte degli emittenti sovrani dell'euro, anche a prescindere dal rispettivo merito di credito. Gli effetti più evidenti di questa crescente difficoltà, peraltro strettamente interconnessi, sono stati da una lato una progressiva lievitazione dei rendimenti impliciti dei titoli di Stato e, dall'altro, il deterioramento della liquidità sul mercato secondario, soprattutto sulle sedi di negoziazione di tipo elettronico, caratterizzate da maggiore trasparenza e rapidità degli scambi. All'origine di questi fenomeni, unitamente a fattori di natura politica – sia nazionali che europei, va sicuramente segnalato il forte incremento della volatilità dei corsi dei titoli: per le banche e larga parte degli investitori istituzionali, detenere titoli di Stato è diventato progressivamente più costoso per via dell'impatto sulla performance dei loro portafogli, obbligando gestori e tesorieri ad alleggerire le posizioni su questi strumenti e a ridurre la disponibilità alla negoziazione, anche in situazioni di evidenti opportunità di arbitraggio. Nel primo caso, questo ha dato luogo ad un calo non trascurabile dei corsi titoli con conseguente incremento dei tassi di interesse, in primo luogo sul mercato secondario e successivamente sulle nuove emissioni; nel secondo caso, la riluttanza alla negoziazione ha aggravato le condizioni di liquidità sul mercato secondario, contribuendo ulteriormente al deprezzamento dei titoli e al peggioramento delle condizioni di emissione per l'emittente.

Nonostante questo contesto particolarmente difficile, il mercato italiano si è caratterizzato positivamente per alcuni connotati di fondamentale importanza. Se si fa eccezione per alcune giornate di tensione particolarmente intensa, su tutti i comparti del mercato dei titoli di Stato gli operatori hanno sempre potuto avere un quadro chiaro dei prezzi dei titoli e quindi procedere agli aggiustamenti di portafoglio con costi di transazione sostenibili. Le emissioni sono state effettuate con regolarità e prevedibilità, consentendo agli investitori di pianificare in anticipo la loro attività e contribuendo in questo modo a sostenere l'efficienza delle contrattazioni sul mercato secondario. Tutti gli strumenti della gestione del debito sono stati utilizzati a pieno regime per limitare le potenziali disfunzioni di mercato, cercando di tutelare sia l'interesse dei possessori dei titoli di Stato che dell'emittente, in considerazione delle ampie esigenze di finanziamento di quest'ultimo.

Nel 2012 il Tesoro, nell'ambito della gestione del debito, farà ricorso ad alcuni accorgimenti tecnici che, in aggiunta a quelli già introdotti negli ultimi quattro anni, contribuiranno a garantire il buon funzionamento del mercato secondario e ottenere, attraverso la gestione della composizione del debito, un'adeguata esposizione ai principali rischi di mercato. Il Tesoro sarà presente sul mercato in modo da massimizzare la resa degli strumenti di flessibilità, già utilizzati o di nuova introduzione, al fine di conseguire condizioni di costo e rischio favorevoli in funzione dell'andamento dei mercati. Questo, tuttavia, avverrà coerentemente con un approccio che, nella scelta degli strumenti e delle quantità da proporre al mercato, continuerà a rimanere impostato su principi di regolarità, trasparenza e prevedibilità, fattori che anche in periodi di intensa volatilità sono stati ampiamente apprezzati dai partecipanti al mercato, in quanto fonti di stabilizzazione e riduzione dell'incertezza.

In piena continuità con il passato, le emissioni del 2012 seguiranno principalmente il *Calendario Annuale delle Aste* che, rispetto al 2011, include alcune novità di rilievo. Al Calendario si accompagneranno, come sempre, i *Programmi Trimestrali di Emissione*, che forniranno le informazioni sul dettaglio dei titoli da collocare via asta, di nuova emissione o di *tranche* successive alla prima¹. All'interno di questa programmazione il Tesoro continuerà ad avvalersi delle riaperture di titoli *off-the-run* (cioè non più in corso di emissione), con le finalità ormai note di miglioramento delle condizioni di negoziazione sul mercato secondario - sia a pronti che a termine - per specifici titoli e/o settori della curva dei rendimenti, e di perseguimento degli obiettivi della gestione del debito sotto il profilo del costo e del rischio. Ove le condizioni del mercato lo consentano, in situazioni eccezionali, non è escluso il ricorso ad aste fuori Calendario che rispondano al duplice obiettivo di soddisfare specifiche esigenze espresse dagli investitori, da un lato, e risultino coerenti con le esigenze di gestione del debito dell'emittente, dall'altro. La stessa periodicità con cui gli strumenti nominali di medio-lungo termine verranno offerti - che pure presenta alcune novità rispetto agli scorsi anni come, ad esempio, l'inversione tra BTP a 5 anni emessi a fine mese e i BTP a 3 anni emessi a metà mese - potrà essere rivista in situazioni di mercato particolarmente turbolente.

Per quanto concerne le aste, pur se non mancheranno alcune novità operative concernenti il loro svolgimento - quali la possibilità per i partecipanti di inserire in asta per tutti i titoli, non più solo i BOT, fino a cinque richieste - anche nel 2012 rappresenteranno il metodo principale di emissione, in considerazione dei vantaggi che offrono al Tesoro di accedere al mercato in modo regolare e

¹ Entrambi questi documenti sono accessibili dal sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it).

continuativo con elevata trasparenza, a beneficio di tutta la filiera dei partecipanti al mercato del debito pubblico italiano.

A partire dall'ultima asta del 2011 (con regolamento gennaio 2012) e per tutto il 2012, le aste dei CTZ passeranno al modello della fissazione discrezionale da parte del Tesoro della quantità collocata all'interno di un intervallo comunicato nell'annuncio, come già avviene per tutti gli altri titoli a medio-lungo termine. Per questi ultimi, le emissioni *on-the-run* si svolgeranno per importi definiti all'interno di un intervallo di offerta preannunciato per ogni singolo titolo; a tali emissioni potrà essere affiancata l'offerta di titoli *off-the-run*, che verranno invece proposti con un intervallo di ammontari unico, che comprenderà tutti quelli proposti nella medesima tornata d'asta. Come sempre, faranno eccezione i BTP indicizzati all'inflazione dell'area euro, che per ogni asta saranno annunciati in un unico intervallo di offerta, comprendente sia titoli *on-the-run* che *off-the-run*.

Per il lancio di nuovi titoli indicizzati all'inflazione o nominali a lungo termine oltre i 10 anni, il metodo di emissione prescelto sarà quello ritenuto più idoneo per garantire un collocamento soddisfacente dal punto di vista della distribuzione presso gli investitori e dell'esecuzione nella data situazione di mercato.

Sul segmento dei titoli nominali a tasso variabile, in considerazione degli effetti che la crisi del debito ha prodotto sulle contrattazioni del mercato secondario e sulle scelte degli investitori, i CCTeu continueranno ad essere emessi con regolarità via asta nell'ambito del normale programma di emissione, ma con una frequenza trimestrale, al fine di favorire il processo di formazione della domanda e garantire standard di liquidità adeguati sul mercato secondario. Inoltre, i nuovi titoli avranno scadenza iniziale di norma pari a 5 anni, considerato il maggiore favore che questa scadenza ha ricevuto sul mercato da quando questa tipologia di titoli è stata introdotta.

Il 2012 vedrà il Tesoro molto attivo sugli strumenti del mercato monetario, quali i BOT trimestrali o con scadenze non standard (i cosiddetti BOT flessibili), le *Commercial Paper* e le Operazioni di Tesoreria (OPTES) al fine di contenere gli squilibri temporanei di cassa. Sul segmento OPTES si consoliderà l'attività avviata nell'ultimo mese del 2011, che vede il Tesoro attivo non solo sul lato della raccolta ma soprattutto su quello degli impieghi. I BOT con scadenza più lunga - semestrali e annuali - verranno emessi con regolarità e le relative quantità in offerta terranno conto dell'andamento del fabbisogno di cassa dello Stato, della capacità di assorbimento del mercato e del costo di finanziamento.

Un'ulteriore novità che verrà introdotta nel corso del 2012, presumibilmente a partire dal secondo trimestre, è l'ampliamento delle riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato, che passeranno dal 10 per cento (o 25 per cento per le prime tranche dei titoli a medio lungo termine)

dell'ammontare offerto in asta ordinaria del giorno precedente al 15 per cento (o 30 per cento), ampliamento a cui potranno accedere gli Specialisti con la migliore performance sul mercato secondario dei titoli di Stato.

Il Tesoro continuerà a monitorare costantemente le opportunità di emissioni in valuta, sia in formato Global in dollari che attraverso il programma E-MTN, con l'obiettivo di diversificare l'offerta e mantenere una presenza segnaletica considerata fondamentale, anche in un contesto di mercato decisamente mutato su questi strumenti. Come e forse più che in passato, i collocamenti verranno effettuati con la massima flessibilità per tempistica e modalità di emissione.

1. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA

Il Calendario Annuale, la periodicità delle aste e i Programmi Trimestrali di Emissione

Nel 2012 il Calendario Annuale delle aste dei titoli di Stato, già pubblicato sul sito del Debito Pubblico del Dipartimento del Tesoro (www.debitopubblico.it), vede alcune importanti variazioni rispetto agli anni precedenti, tese a rendere più efficiente il processo di collocamento dei titoli.

Le modifiche riguardano innanzitutto le comunicazioni inerenti le aste di titoli nominali a medio-lungo termine di metà e fine mese: analogamente a quanto già accade ora per quelle concernenti i BOT, i CTZ ed i BTP€i, vi sarà un'unica comunicazione, tre giorni prima dell'asta, in cui verranno annunciati sia i titoli in offerta che i relativi quantitativi. Pertanto, nel calendario pubblicato non si distingue più tra un primo ed un secondo comunicato di medio-lungo termine, a differenza degli scorsi anni.

Per tutti gli altri titoli le comunicazioni avverranno secondo le seguenti modalità: per le aste BOT di metà mese, il giorno lavorativo precedente quella di medio/lungo termine sarà effettuata un'unica comunicazione tre giorni lavorativi prima dell'asta (come sempre); invece per le aste di fine mese, verranno emanati nello stesso giorno due comunicati, uno relativo a BTP€i e CTZ e l'altro relativo ai BOT. Considerando i giorni in cui si terranno le aste di questi titoli, il comunicato per i BTP€i ed i CTZ a 24 mesi precede di due giorni lavorativi le relative aste, mentre quello dei BOT tre giorni.

Il nuovo assetto delle comunicazioni è evidentemente determinato dall'esigenza di avvicinare il più possibile l'informazione circa l'asta e l'asta stessa, in modo da gestire con maggiore efficacia l'estrema volatilità che sta caratterizzando i mercati dei titoli di Stato in questa fase.

Anche la sequenza delle aste negli appuntamenti di fine mese prevede alcune importanti revisioni. I tre giorni in cui si svolgono le aste saranno 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 (il che comporta una modifica per i BTP€i, che in precedenza vedevano due giorni tra l'asta e il

regolamento); nel secondo giorno si terrà l'asta BOT, il cui regolamento cadrà due giorni lavorativi dopo l'asta, a differenza del precedente assetto che vedeva i BOT regolare dopo tre giorni lavorativi; 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. Con questa revisione si ottiene innanzitutto che in ciascun giorno si svolgano aste della medesima tipologia: nel primo e terzo giorno saranno infatti emessi titoli con asta marginale e taglio discrezionale da parte del Tesoro all'interno di un *range* di offerta, mentre nel secondo verranno proposte solo aste BOT, di tipo competitivo, con quantità offerta fissa. Inoltre, si consegue il risultato di avere sia i BOT che i BTP€i con pieno allineamento tra mercato primario e mercato secondario dell'intervallo tra data d'asta e data di regolamento: in altri termini, dal 2012 un'asta BOT o BTP€i regola lo stesso giorno in cui regolano le contrattazioni effettuate sul mercato secondario nel giorno d'asta.

La tabella 1, di seguito riportata, riassume le novità introdotte sulle date di regolamento delle aste:

Tabella 1: Intervallo tra data asta/negoziazione sul mercato secondario e data di regolamento

Tipologia di titolo	Data Regolamento asta 2011	Data Regolamento asta 2012	Mercato Secondario
BOT	T+3	T+2	T+2
CTZ	T+3	T+3	T+3
BTP€i	T+2	T+3	T+3
BTP/CCT/CCTeu	T+2	T+2	T+3

La cadenza delle emissioni in ogni mese subirà anch'essa alcune modifiche. I BOT a 3 e 12 mesi continueranno 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 saranno invece proposti secondo un nuovo schema: i BTP a 5 e 10 anni nella tornata d'asta di fine mese mentre i BTP a 3 verranno spostati 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.

Non muta l'approccio per le aste dei titoli *off-the-run*, che verranno condotte con una tempistica più flessibile che tiene conto della tipologia di questi collocamenti, tesi a garantire un migliore

funzionamento del mercato secondario, andando incontro a specifiche esigenze della domanda. Tuttavia, anche nel 2012 la preferenza sarà nel concentrare queste emissioni a metà mese.

Rilevante anche l'innovazione sui CCTeu che verranno emessi una volta a trimestre in uno degli appuntamenti di fine mese insieme con i BTP a 5 e 10 anni.

Come riportato sopra, 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, inoltre, a partire da quella dei CTZ 24 mesi del 28 dicembre 2011, verrà introdotta la possibilità per i partecipanti di inserire fino a 5 offerte, facoltà che finora era consentita solo per il comparto BOT.

Nel 2012 il Tesoro continuerà ad avvalersi della possibilità di poter fare ricorso, in casi del tutto eccezionali, alla riapertura di titoli in circolazione (sia di breve termine che di medio-lungo termine) al di fuori del Calendario Annuale, annunciando tali collocamenti attraverso i consueti canali di comunicazione: a giustificare simili decisioni potranno essere specifiche esigenze di liquidità e di domanda del mercato, corroborate da 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

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	
24 mesi CTZ		X
3 anni BTP*	X	
5 anni BTP*		X
10 anni BTP*		X
15 e 30 anni BTP*	I due titoli saranno offerti in relazione alla domanda espressa dal mercato	
CCTeu		X (su base trimestrale)
BTP€i		X

* Per le categorie con asterisco va precisato che i titoli *off-the-run*, indipendentemente dalla vita residua al momento dell'emissione, potranno essere offerti nelle aste a medio/lungo termine diverse da quelle in tabella.

In piena continuità con gli scorsi anni, le informazioni circa i titoli da emettere in ogni trimestre saranno pubblicate nei Programmi Trimestrali di Emissione, con l'indicazione dei nuovi titoli in emissione nel trimestre successivo, unitamente ai volumi minimi in circolazione che per ognuno di essi il Tesoro si impegna a raggiungere.

I TITOLI NOMINALI

a. I BOT e la gestione della liquidità

Le emissioni dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) continueranno ad essere condotte sulle scadenze tradizionali di 3, 6 e 12 mesi, cui potranno affiancarsi scadenze flessibili per esigenze di gestione della liquidità.

I BOT annuali e semestrali verranno offerti con regolarità, rispettivamente a metà e alla fine di ogni mese, e gli importi verranno determinati in funzione della domanda e delle condizioni di mercato. Con riferimento ai BOT semestrali, il Tesoro porrà 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.

Per entrambe le scadenze, a 6 e 12 mesi, nel corso del 2012 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 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria; tale percentuale potrà essere eventualmente modificata, in relazione alle condizioni di mercato e alle esigenze di domanda espresse dagli operatori.

I titoli trimestrali, così come i BOT emessi con durate differenti da quelle standard (i cosiddetti BOT flessibili), saranno offerti sfruttando pienamente la flessibilità dello strumento in relazione alle esigenze di cassa. Il Tesoro prevede di fare ampio ricorso a tali strumenti nel 2012.

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 già dal 2010.

Il Tesoro continuerà, inoltre, ad avvalersi dello strumento delle *Commercial Paper* (CP), anche in valute differenti dall'euro, per conseguire la massima flessibilità in termini di quantità e scadenze, requisiti essenziali per una puntuale gestione della liquidità. Su tale comparto il Tesoro prevede di

essere particolarmente attivo nel 2012, anche grazie all'aggiornamento del relativo programma che ha ridefinito il quantitativo massimo di CP in circolazione, portandolo a 15 miliardi di euro (rispetto al precedente limite di 10 miliardi). Il ricorso alle CP sarà finalizzato anche ad incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine offerti dal Tesoro.

Durante il prossimo anno, infine, il Tesoro manterrà la propria presenza sul mercato monetario su scadenze a breve e brevissimo termine, attraverso le operazioni finanziarie a valere sul conto di disponibilità per il servizio di tesoreria (OPTES). Dal 30 novembre 2011, tale operatività ha pienamente attuato un'importante riforma normativa (introdotta con l'art. 47 della legge n. 196/2009), che comporta un'attività quotidiana e lo svolgimento di operazioni prevalentemente di impiego della liquidità, oltre che di raccolta. Le operazioni si svolgono tramite asta o negoziazione bilaterale e avere durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato. Nell'ambito della citata riforma, il Tesoro sta effettuando una selezione di numerose aspiranti controparti, che hanno manifestato interesse ad aderire all'operatività OPTES. Tale 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

La novità principale sul comparto CTZ a 24 mesi riguarda la procedura d'asta, che viene allineata a quella già in vigore per il resto dei titoli a medio-lungo termine. Se infatti non cambia il tipo d'asta, che rimane quella marginale che si chiude con unico prezzo finale per tutti i partecipanti, lo svolgimento prevede che il Tesoro annunci non più un importo in offerta, ma un intervallo quantitativo all'interno del quale sceglierà quanto allocare sulla base della scheda di domanda pervenuta in asta e le concomitanti condizioni di mercato del titolo oggetto del collocamento.

Nel 2012 scadono CTZ per circa 46,2 miliardi di euro, un volume superiore a quello del 2011 per quasi 9 miliardi di euro. Il Tesoro si presenterà sul mercato per importi complessivi che non si discosteranno dai volumi offerti nel 2011 (circa 35 miliardi di euro), ma secondo criteri di emissione tesi a favorire l'efficienza sul mercato secondario, tenendo anche conto della fase non facile che attualmente vive il settore.

c. I CCTeu/ CCT

Anche nel 2012 le scadenze dei CCT saranno inferiori a quelle dell'anno prima. In particolare giungeranno a scadenza 25,7 miliardi di euro, oltre 4 miliardi euro in meno rispetto al 2011. Durante il 2011 il comparto ha presentato diversi momenti critici, caratterizzati da corsi dei titoli che sono scesi ampiamente sotto la pari, soprattutto quando le turbolenze sui mercati europei sono

state particolarmente intense. Ciò nonostante, nelle fasi di minore tensione, la domanda per il prodotto non è mancata, anche da parte di numerosi soggetti istituzionali non domestici che per la prima volta si sono avvicinati a questo strumento, essendo uno dei pochi *floater*, a livello europeo, emesso con regolarità ed all'interno di un programma.

In considerazione di questi aspetti, il Tesoro continuerà a garantire al mercato l'offerta di questo strumento, anche se con una diversa tempistica e una nuova scadenza all'emissione. Sotto il primo profilo, le emissioni verranno organizzate una volta a trimestre e, nel trimestre, verrà scelto il mese che presenti la situazione più favorevole sia sul piano della domanda che della liquidità sul mercato secondario. Sotto il secondo profilo, la scadenza che di norma verrà scelta per il lancio dei nuovi titoli sarà quella quinquennale, in considerazione dell'esperienza maturata dal varo del nuovo prodotto, che ha visto l'utilizzo delle scadenze a 5 e 7 anni, con un performance che nel complesso è parsa più stabile sulla prima.

La nuova tempistica dei collocamenti potrà incidere sulle emissioni complessive di CCTeu che saranno completate durante l'anno, che probabilmente risulteranno più contenute rispetto al 2011, sebbene in modo non significativo. Le scelte di emissione in termini quantitativi durante l'anno dovrebbero portare ad un'ulteriore riduzione della quota dei titoli nominali a tasso variabile sul totale del debito, contribuendo a migliorare ancora l'esposizione al rischio di tasso di interesse

Negli appuntamenti trimestrali, la tipologia d'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. Di norma non verranno offerti CCT con vecchia indicizzazione al tasso delle aste BOT a 6 mesi, ma, 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 titoli di questo comparto in modo da risolvere tali criticità.

In considerazione del fatto che gli investitori presenti su questo comparto non hanno espresso una preferenza forte per operazioni di concambio che consentissero loro di vendere al Tesoro i vecchi CCT in cambio dei nuovi, il Tesoro non prevede un programma definito di operazioni di questo genere. Questo non vuol dire che, ove si determinino le condizioni, il Tesoro non sia pronto ad organizzare specifiche operazioni di concambio per agevolare tale scambio all'interno della normale operatività su questo specifico strumento di gestione del debito. Come per gli scorsi anni, sia nelle scelte di emissione che in quelle di concambio, il Tesoro tenderà a privilegiare equilibrio e diversificazione nei cicli cedolari, sia per quanto riguarda i CCTeu che i vecchi CCT.

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

Nel 2012 le emissioni sulle scadenze a 3, 5 e 10 anni saranno come sempre regolari e continue, anche in considerazione del fatto che su queste scadenze verrà riversata una quota largamente maggioritaria delle emissioni di BTP nominali. Il numero di titoli nuovi offerti terrà conto delle esigenze di finanziamento del Tesoro, della loro performance sul mercato secondario e della necessità di agevolare il ricorso agli *off-the-run*, laddove vi siano particolari richieste da parte del mercato, e ad operazioni di concambio, con la finalità di ridurre le dislocazioni esistenti sul mercato secondario. In altri termini, le riaperture di ogni nuovo titolo *on-the-run* saranno tali che, per importi e numero, il flottante finale raggiunto sarà tendenzialmente più basso, lasciando quindi la possibilità che lo stesso titolo possa essere riaperto in momenti successivi come *off-the-run* o in operazioni di concambio.

Come anticipato, i titoli a 5 e 10 anni verranno offerti nelle aste di fine mese mentre il collocamento dei titoli a 3 anni di metà mese potrà essere affiancato da un titolo a lungo termine, con scadenza superiore ai 10 anni. La chiusura e l'apertura di nuove linee risponderà innanzitutto ai criteri sopra richiamati, anche se nelle decisioni che verranno prese non saranno trascurati i potenziali impatti sul mercato dei contratti *future*, che ormai copre la totalità delle scadenze menzionate.

Per tutte le scadenze di questo comparto l'asta adottata sarà quella di tipo marginale con il criterio della fissazione discrezionale del prezzo e, per ogni tornata d'asta, i titoli *on-the-run* verranno proposti ciascuno con il proprio intervallo di offerta, mentre per quelli *off-the-run*, ove offerti in numero maggiore di uno, sarà comunicato un intervallo di volumi che li comprenderà congiuntamente. In questo modo il Tesoro, da un lato, intende segnalare la rilevanza dei collocamenti dei titoli *on-the-run*, che consentono un finanziamento a condizioni cedolari allineate ai livelli di mercato e una distribuzione quanto più possibile uniforme nel tempo dei volumi in scadenza, dall'altro mira ad assecondare meglio la domanda che si riversa sugli strumenti *off-the-run*, avendo il massimo di flessibilità fino alla conclusione dell'asta per poter scegliere quanto allocare tra le varie linee.

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

Nel 2011 il comparto dei BTP nominali con scadenza superiore ai 10 anni, soprattutto nella seconda metà dell'anno, ha fatto registrare fasi di significativa volatilità, decisamente superiore a quella dei BTP con scadenza inferiore. Questo ha dato luogo all'emergere di diverse dislocazioni nella curva dei rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato, riconducibili a fenomeni di ridotta liquidità

di diversi titoli sul mercato secondario. Sebbene nelle ultime settimane la situazione si sia in una certa misura stabilizzata, il settore dei titoli BTP a lungo termine sarà pertanto oggetto di attenta valutazione da parte del Tesoro in merito alle scelte di emissione.

Dal punto di vista del calendario e della periodicità delle aste, sarà come sempre 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*. 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, 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 non cambiano, rimanendo quindi 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 intende avvalersi di un sindacato di collocamento, in ragione delle caratteristiche di flessibilità ed efficacia consentite da questa procedura di emissione per i titoli di questo comparto. Non è esclusa, tuttavia, la possibilità di ricorrere anche all'asta, ove le difficoltà presenti sul mercato siano tali da rendere difficile l'accesso diretto presso gli investitori, garantito dalla procedura di sindacazione. In siffatte circostanze, tuttavia, il Tesoro si riserverà di adottare il massimo della cautela sia per quanto riguarda gli importi che le scadenze da offrire.

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

Su questo comparto nel 2011 il Tesoro ha posto in essere un'accorta politica di emissione, dove alla continuità della presenza mensile sul mercato mediante aste o sindacazioni è stata affiancata una graduale riduzione dei quantitativi offerti; sono stati inoltre organizzati diversi concambi, che hanno visto spesso BTP€i in riacquisto, anche al fine di segnalare al mercato l'interesse strategico in questo settore e negli investitori che detengono questi strumenti in portafoglio. Questi interventi, insieme con l'interesse mostrato dagli investitori e l'impegno a mantenere un adeguato livello di liquidità da parte degli Specialisti in titoli di Stato², hanno permesso che il mercato secondario, pur

² Tutte le informazioni inerenti gli Specialisti in titoli di Stato sono reperibili presso il sito del Debito Pubblico al seguente collegamento: http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/specialisti_titoli_stato/

in una situazione molto difficile, continuasse a mostrare un livello di efficienza idoneo a garantirne la continuità di funzionamento.

Nel 2012 le scelte strategiche effettuate nel 2011 non cambieranno: i collocamenti saranno di norma mensili e potranno essere o via asta o via sindacato di collocamento; nei mesi in cui si dovesse svolgere un sindacato, l'asta, pur presente nel Calendario Annuale, verrà cancellata. Come nel 2011 nella stessa tornata d'asta potranno essere offerti più titoli congiuntamente, siano essi *on-the-run* che *off-the-run*, con un unico intervallo di volumi in offerta, all'interno del quale verrà fissato discrezionalmente il prezzo marginale e la conseguente quantità allocata per ogni singolo titolo. Verrà attentamente valutata l'eventualità di introdurre nuovi titoli, riservandosi la possibilità di scegliere la procedura di emissione ritenuta più efficace.

Come per gli altri comparti, molto impegno verrà posto nell'interazione con gli investitori, particolarmente quelli specializzati su questo settore che detengono un'esposizione significativa, 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 del Tesoro.

Nel 2012 scade un titolo indicizzato all'inflazione, il BTP€i 15 settembre 2012, ed è pertanto molto probabile che lo stock a fine anno, in percentuale del debito, andrà lievemente a ridursi.

MODIFICHE ALLE RIAPERTURE RISERVATE AGLI SPECIALISTI IN TITOLI DI STATO

Attualmente, per tutti i titoli a medio-lungo termine e per i BOT a 6 e 12 mesi, il giorno successivo all'asta è previsto un collocamento riservato ai soli Specialisti in titoli di Stato, ad un prezzo fisso uguale al prezzo marginale (o prezzo medio ponderato nel caso dei BOT) dell'asta principale tenutasi il giorno prima. L'ammontare offerto è pari di norma al 10 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 25 per cento. Ogni Specialista ha diritto di accedere a questa opzione per una quota calcolata in base a quanto si è aggiudicato nelle tre precedenti aste di titoli dello stesso comparto di scadenza.

Verosimilmente a partire dal secondo trimestre, questa quota di riapertura verrà incrementata e portata fino al 15 per cento (30 per cento per le prime tranche dei titoli a medio-lungo termine). Questo incremento del 5 per cento, tuttavia, sarà riservato agli Specialisti che avranno evidenziato una performance sul mercato elettronico all'ingrosso di riferimento particolarmente positiva. Più in particolare, la quota di diritto su questo 5 per cento aggiuntivo sarà fissa per tutte le aste di

un trimestre, sulla base dell'attività svolta sul mercato secondario nel trimestre immediatamente precedente.

Tale misura è evidentemente mirata a premiare quegli operatori che in un contesto di mercato particolarmente difficile contribuiscono in maggiore misura a fornire liquidità ai titoli e in definitiva a rendere più efficiente il funzionamento del mercato del debito.

2. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE IN VALUTA ESTERA

Nel corso del prossimo anno continueranno ad essere utilizzati con estrema flessibilità i tre programmi di emissione sui mercati internazionali: il *Global Bond Program* per le emissioni in dollari USA, il programma *Medium Term Note* per le emissioni non “domestiche” denominate in euro o in altre valute .

Per quanto concerne il Programma *Global* in dollari USA, nel corso del 2012, in particolare nei mesi di marzo, giugno, ottobre e dicembre, scadranno due *Eurobond* e due *Global bond* per un ammontare complessivo di 8,5 miliardi di dollari statunitensi. Pertanto, il Tesoro potrebbe tornare sul mercato americano, qualora le condizioni di mercato lo permettano.

Il programma *Medium Term Note*, continuerà ad essere utilizzato nel corso del 2012, sia in formato pubblico che privato, in modo estremamente flessibile permettendo, dunque, di soddisfare anche specifiche domande provenienti da investitori istituzionali. Le proposte di piazzamenti privati che soddisfino i vincoli richiesti (in particolare, scadenza non inferiore ai tre anni e ammontare di norma non inferiore ai 200 milioni di euro) saranno valutate verificando che il costo di finanziamento sia non superiore rispetto agli analoghi strumenti del mercato domestico ed evitando la sovrapposizione con le normali emissioni in formato pubblico.

3. ALTRI ASPETTI OPERATIVI DELLA GESTIONE DEL DEBITO

LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Nel 2012, 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 condizioni prevalenti sul mercato, il Tesoro prevede di poter fare ampio ricorso ad operazioni di concambio, analogamente a quanto è già avvenuto nel 2011, valutando di volta in volta se svolgere tale operatività avvalendosi della procedura d'asta gestita dalla Banca d'Italia o per mezzo del sistema telematico di negoziazione.

Le eventuali operazioni di riacquisto potranno essere svolte tramite asta gestita dalla Banca d'Italia o con negoziazioni bilaterali.

4. LE ALTRE NOVITA' DELLA GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2012

IL NUOVO PRODOTTO RETAIL

Come già annunciato alla fine del mese di ottobre, durante i primi mesi del 2012 il Tesoro inaugurerà una nuova modalità di collocamento di titoli del debito pubblico: il mercato elettronico dedicato agli investitori al dettaglio (*retail*). Come noto, in Italia da molti anni operano, con livelli di attività molto elevati anche durante questi anni di crisi finanziaria, alcune piattaforme elettroniche dedicate alle negoziazioni di piccolo taglio su titoli di Stato e altri strumenti obbligazionari, per lo più emessi da istituti di credito. A questi mercati non partecipano direttamente gli investitori individuali, ma questi possono, sempre attraverso il canale bancario, convogliare su questi mercati, ordini di acquisto e vendita su tutte le principali categorie di titoli di Stato negoziabili attualmente in circolazione. Gli scambi avvengono su titoli già precedentemente emessi attraverso i canali tradizionali (aste e sindacazioni) e contribuiscono in modo molto rilevante alla penetrazione di tali titoli nei depositi titoli che gli investitori individuali detengono presso le banche commerciali.

La novità che il Tesoro intende introdurre è quella di emettere titoli di Stato direttamente su una di queste piattaforme, il MOT, il mercato elettronico regolamentato dedicato al *retail*, raccogliendo ordini di acquisto proprio attraverso il circuito della stessa piattaforma. Viene dunque attivato un canale di emissione aggiuntivo e diverso rispetto a quello tradizionale, completamente dedicato agli investitori individuali, che potranno aderire all'offerta del Tesoro secondo le modalità che già attualmente utilizzano per impartire ordini di acquisto titoli alla banca presso cui detengono il conto titoli.

In una prima fase, il prodotto proposto dal Tesoro attraverso questo canale innovativo sarà del tutto nuovo, con caratteristiche che lo differenzieranno dagli altri titoli di Stato negoziabili. La frequenza delle emissioni e i titoli che potranno essere proposti nelle fasi successive saranno stabiliti in base all'esito dei primi collocamenti. In questo senso non è escluso che in futuro possano essere proposte tipologie di titoli già esistenti, facenti parte degli ordinari programmi di emissione.

Di tutte le fasi del progetto, in parte ancora allo studio, il Tesoro, in collaborazione con il MOT, darà ampia comunicazione su tutti i principali mezzi di informazione, in modo da raggiungere la più vasta platea possibile di investitori domestici *retail*.

LE INNOVAZIONI CIRCA L'ATTIVITA' DI COUPON STRIPPING

Grazie agli approfondimenti svolti nel corso del 2011, il Tesoro conferma l'opportunità di rendere assoggettabili a operazioni di *coupon stripping*³ anche i BTP che nascono con scadenza iniziale pari a 5 anni, con l'obiettivo di fornire un servizio richiesto dai partecipanti al mercato, ma anche di favorire la liquidità delle componenti già separate ed in circolazione provenienti da titoli più lunghi. Tale innovazione sarà introdotta a partire dal primo nuovo BTP 5 anni che verrà emesso nel 2012.

Sempre nell'ottica di favorire la liquidità di questi strumenti, nel 2012 il Tesoro, nel proporre nuovi titoli strippabili (ossia con una scadenza uguale o superiore ai 5 anni), terrà conto anche dell'esigenza di diversificare i cicli cedolari, scegliendo di volta in volta tra quelli di maggio/novembre, febbraio/agosto e marzo/settembre.

Inoltre, ancora in materia di *coupon stripping* e sempre dopo ampia consultazione con i soggetti operanti su questo mercato, a partire dalla seconda metà del 2012 le cedole e mantelli già separati, aventi medesima data di scadenza, saranno tra loro fungibili. Questo avverrà per tutte le componenti che scaturiranno da operazioni di separazione effettuate successivamente all'introduzione di

³ Tutte le informazioni relative agli aspetti legali e organizzativi inerenti l'attività in *coupon stripping* sui titoli di Stato sono reperibili al seguente collegamento http://www.dt.tesoro.it/it/debito_pubblico/titoli_di_stato/coupon_stripping/

questa *facility*, mentre è allo studio la modalità che consenta agli operatori interessati di convertire cedole e mantelli già attualmente separati in strumenti *zero coupon* tra loro fungibili, in modo che anch'essi abbiano il medesimo status di quelli che provengono da nuove separazioni.

In questo modo anche l'Italia passa ad un modello di *coupon stripping* già adottato in altri paesi dell'area euro con mercati sviluppati in questo settore, che ne hanno beneficiato non solo in termini di accresciuta liquidità delle componenti separate, ma anche di performance dei titoli di provenienza.