

2017

Linee guida
della gestione del debito pubblico



Linee Guida della Gestione del Debito Pubblico
Anno 2017

Sommario

PREMESSA	2
IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI E DI GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2017.....	3
Considerazioni introduttive	3
IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA	8
1. Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione.....	8
2. La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli	9
3. I titoli nominali a tasso fisso e variabile	11
a) I BOT e la gestione della liquidità.....	11
b) I CTZ 24 mesi.....	13
c) I CCTeu	14
d) I BTP nominali a 3 e 5 anni.....	15
e) I BTP nominali a 7 anni e 10 anni	16
f) I BTP nominali a lungo termine (15, 20 e 30 anni).....	17
g) I BTP nominali a lungo termine (50 anni).....	18
4. I titoli indicizzati all'inflazione europea (BTP€i).....	19
5. Strip	20
IL BTP ITALIA.....	21
LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO	21
EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	22

PREMESSA

Il Dipartimento del Tesoro pubblica le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2017 con l'obiettivo di informare i partecipanti al mercato del debito pubblico italiano in merito alla sua strategia di emissione e gestione. Come di consueto, nelle pagine che seguono viene illustrato il contenuto delle scelte che verranno adottate nei prossimi dodici mesi su tutti gli strumenti di debito offerti dal Tesoro al mercato, nonché la strategia generale sottesa a tali scelte. Le analisi di consuntivo inerenti la gestione del debito nel 2016 e le interazioni con l'andamento dei mercati e della finanza pubblica verranno trattate nel Rapporto sul Debito Pubblico 2016.

IL PROGRAMMA DELLE EMISSIONI E DI GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2017

Considerazioni introduttive

La gestione del debito pubblico nel 2017 si muoverà in un contesto di mercato probabilmente molto diverso da quello del 2016. Alla luce di quanto osservato nelle ultime settimane del 2016, è lecito attendersi che i tassi di interesse, la conformazione della curva dei rendimenti e l'inflazione si evolvano in maniera significativamente difforme dall'andamento che ha caratterizzato l'anno che sta per chiudersi. Inoltre, nel 2017 le esigenze di finanziamento saranno superiori a quelle del 2016, rendendo necessario un utilizzo ampiamente diversificato dei vari strumenti di debito a disposizione del Tesoro, al fine di garantire un agevole collocamento di tutte le emissioni e l'ordinato funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato.

Dal punto di vista dei mercati finanziari internazionali gli ultimi due mesi dell'anno che sta per chiudersi sono stati caratterizzati da un rilevante incremento dei tassi di interesse sul segmento obbligazionario negli USA - in particolare sui titoli governativi - soprattutto dopo le elezioni presidenziali, innescando un analogo processo anche in Europa, sebbene in misura meno marcata. Tali incrementi non sono stati tuttavia uniformi sulla curva dei rendimenti, avendo interessato in misura decisamente più significativa le scadenze lunghe rispetto a quelle a breve termine. Alla base di questa evoluzione negli USA vi è, da un lato, l'aspettativa di un ritorno dell'inflazione su livelli più alti di quelli attuali, dovuta anche al rialzo dei prezzi energetici, con conseguenti azioni di risposta da parte della banca centrale statunitense; dall'altro, politiche fiscali maggiormente espansive potrebbero dare luogo ad un aumento dell'offerta di debito del Tesoro USA nei prossimi anni, con conseguente aumento dei tassi per attrarre maggiore domanda da parte degli investitori.

In Europa il quadro appare molto diverso. Da un lato, le aspettative circa l'inflazione ne prevedono un incremento, benché molto più moderato e diluito negli anni futuri; dall'altro, politiche fiscali largamente espansive, considerato il livello di debito di molti paesi europei e le regole comunitarie, non sembrano all'ordine del giorno. Tali fattori, contestualmente al programma di acquisti di titoli pubblici e di altri strumenti obbligazionari da parte della Banca Centrale Europea, hanno contribuito a rendere il recente rialzo dei tassi meno marcato che negli USA, sebbene, come sempre accade in queste fasi di svolta del mercato, anche sui mercati europei del reddito fisso si sia manifestato un

deciso incremento di volatilità nei corsi dei titoli. Non vi è dubbio, comunque, che anche nel 2017 l'impostazione della politica monetaria sui due versanti dell'oceano rimarrà molto diversa: negli USA la *Federal Reserve* sarà impegnata a utilizzare gli strumenti di politica monetaria anche per controllare la dinamica potenzialmente in salita dell'inflazione, mentre in Europa la BCE ha recentemente annunciato di voler proseguire con il suo programma di acquisti fino alla fine dell'anno 2017, sebbene per importi lievemente inferiori a partire da aprile, estendendo anche lo spettro delle scadenze degli strumenti oggetto delle sue operazioni, con l'inclusione anche di quelli con scadenza residua tra 1 e 2 anni. Se dunque è lecito attendersi un aumento della pendenza della curva dei rendimenti europea, più complesso è prevedere il livello che scaturirà dall'interazione tra l'andamento del contesto macroeconomico internazionale e l'azione della BCE.

I recenti avvenimenti sui mercati internazionali hanno ovviamente avuto ampio riflesso sul mercato dei titoli di Stato italiani che, oltre a muoversi in linea con l'andamento medio dei mercati europei, hanno anche risentito dell'incremento medio della volatilità e di alcuni fattori domestici, sia di tipo squisitamente politico che economico-finanziario. Questo ha portato, a partire dal mese di settembre di quest'anno, ad un incremento dei differenziali di rendimento dei titoli governativi italiani rispetto a quelli analoghi dei paesi *core* europei (in particolare la Germania) che si è via via stabilizzato e parzialmente ridotto dalla fine del mese di novembre.

L'evoluzione della curva dei rendimenti italiana nel 2017, oltre a doversi misurare con l'andamento macroeconomico internazionale, l'azione della BCE ed i numerosi eventi geopolitici europei e globali dei prossimi mesi, sarà quindi anche influenzata dalle vicende politiche ed economiche interne, in funzione dei loro riflessi sulle principali variabili di finanza pubblica.

Dal punto di vista della gestione del debito pubblico, il 2017 sarà diverso dall'anno che sta per chiudersi anche perché le esigenze di finanziamento saranno superiori. Le scadenze del prossimo anno sono pari, infatti, a poco meno di 216 miliardi di euro (escludendo i BOT), ossia oltre 30 miliardi in più del 2016, di cui circa 3,3 miliardi derivanti dal programma estero. Tuttavia, nel 2017 scadranno BOT oggi in circolazione per poco oltre 107 miliardi di euro, un importo inferiore a quello analogo del 2016 (115 miliardi di euro) per effetto della politica di riduzione di questo comparto avviata ormai da alcuni anni, e sarà quindi fisiologico ipotizzare emissioni nette positive di BOT.

Nel proporsi al mercato il Tesoro continuerà ad essere ampiamente prevedibile, mediante una politica di emissione regolare e trasparente. Pur essendo diversi il contesto di mercato e le dimensioni della provvista da garantire, le scelte di emissione saranno orientate alla gestione del rischio di tasso di interesse e di rifinanziamento al fine di continuare a mantenere sotto controllo

l'esposizione ai rischi menzionati. Ai fini della gestione del rischio di rifinanziamento verrà attuata un'accurata calibrazione delle nuove scadenze in modo che la vita media del debito rappresentato dai titoli di Stato, che nel 2016 ha raggiunto i 6,76 anni - in ulteriore crescita quindi rispetto al livello del 2015 - rimanga sui medesimi livelli.

Sul comparto BOT, i volumi in emissione su tutte le scadenze verranno moderatamente incrementati, senza tuttavia allontanarsi dalla percentuale di tali titoli sul totale delle emissioni che ha caratterizzato il 2016.

Le emissioni di CTZ si terranno sostanzialmente in linea con i volumi in scadenza, ma verrà ripristinata la frequenza mensile a partire dall'asta di fine gennaio, al fine di agevolare il funzionamento del mercato secondario nel nuovo contesto di mercato del 2017.

Le aste BTP a 3 e 5 anni, che si terranno regolarmente su base mensile, aumenteranno in termini di volumi assoluti offerti rispetto al 2016, ma il peso sul totale delle emissioni aumenterà lievemente sulla scadenza 3 anni. I volumi di BTP a 7 e 10 anni, offerti anche in questo caso mediante appuntamenti d'asta mensili regolari, rimarranno sostanzialmente in linea con quelli del 2016, tenendo conto delle condizioni della domanda.

Sulle scadenze nominali lunghe, grazie all'introduzione delle due nuove scadenze a 20 e 50 anni, il Tesoro avrà maggiori strumenti a disposizione per diversificare l'offerta, proponendo di volta in volta i titoli che godono di maggiore profondità di mercato e migliore qualità della domanda finale. Negli appuntamenti di metà mese il Tesoro sarà presente con uno o più BTP *on-the-run* sulle scadenze 15, 20 e 30 anni, mentre il nuovo titolo a 50 anni potrà essere riaperto in asta sia a metà mese che a fine mese, in funzione dell'andamento di mercato del titolo in corso di emissione. Ove emergano le condizioni per emissioni più corpose il Tesoro potrà riaprire successive *tranche* del BTP a 50 anni anche avvalendosi di un sindacato di collocamento, metodologia di piazzamento – che peraltro verrà utilizzata per il lancio di tutti gli eventuali nuovi titoli del settore - ritenuta più consona per offrire al mercato in un'unica soluzione importi rilevanti di durate così lunghe.

Nel 2017 il Tesoro, nei casi in cui siano particolarmente richiesti dal mercato e per attenuare conseguenti distorsioni sul mercato secondario, procederà alla riapertura in asta di titoli *off-the-run* (ossia non più in corso di emissione) negli appuntamenti di fine o metà mese.

In considerazione del nuovo contesto macroeconomico e di dinamica dei tassi di interesse i CCTeu saranno offerti regolarmente su base mensile e per volumi più elevati che nel 2016, anche per tenere conto delle ampie scadenze, ma avendo comunque sotto controllo l'esposizione complessiva al rischio di tasso.

Per quanto riguarda i titoli indicizzati all'inflazione europea, in considerazione dell'evoluzione del contesto macroeconomico e della dinamica dell'inflazione, il Tesoro, compatibilmente con le condizioni della domanda, si presenterà al mercato con volumi complessivi più elevati rispetto al 2016, con una presenza diversificata su tutte le principali scadenze, includendo anche il potenziale lancio di un nuovo 10 anni.

Al fine di agevolare ulteriormente la liquidità e l'efficienza del mercato secondario dei titoli con vita residua superiore a 10 anni, siano essi nominali o indicizzati all'inflazione, nel 2017 il Tesoro si avvarrà della possibilità di aumentare discrezionalmente la percentuale dei collocamenti supplementari riservati agli Specialisti sulle tranche successive alla prima - che normalmente viene emessa via sindacato di collocamento – portandola al 20 per cento (rispetto all'attuale 15%). In tal caso l'importo spettante di diritto a ciascun singolo Specialista verrà determinato per il 10 per cento in base alla performance sul mercato primario dei titoli di medesima tipologia e durata e per il 10 per cento in base alla performance sul mercato secondario elettronico.

Nel 2017 arriveranno a scadenza due BTP Italia per un importo molto elevato (circa 39 miliardi di euro). Pertanto, oltre ai due collocamenti canonici, con titoli che potranno avere scadenza tra i 6 e gli 8 anni, il Tesoro in corso d'anno si riserva di approfondire la possibilità di gestire tali rilevanti scadenze anche mediante operazioni di concambio o riacquisto; ove l'analisi di fattibilità di tali operazioni dia esito positivo, saranno accuratamente studiate le modalità di esecuzione più efficienti.

Le operazioni di concambio e di riacquisto rivestiranno un ruolo rilevante nella strategia del Tesoro del 2017. Con i concambi si continuerà a gestire il profilo delle scadenze, al fine di ridurre ulteriormente il rischio di rifinanziamento; le operazioni mireranno principalmente a ridurre i volumi in scadenza nel biennio 2018-2019 e, ove possibile, anche nel corso dello stesso 2017. Anche i riacquisti contribuiranno a questo scopo, ma il loro utilizzo, che potrà riguardare tutte le varie tipologie di titoli di Stato in circolazione, potrà realizzarsi anche direttamente sul mercato secondario regolamentato, come per le operazioni di concambio. I riacquisti saranno anche mirati ad agevolare il processo di riduzione dello stock di debito in circolazione, mediante le risorse provenienti dalle operazioni di privatizzazione.

Anche nel 2017 l'attività in strumenti derivati si sostanzierà in una gestione attiva del portafoglio in essere, mirata a migliorarne la performance nel corrente contesto di mercato. La copertura di nuove emissioni in valuta estera tramite *cross currency swap* sarà inoltre possibile, soprattutto in un contesto regolato da un sistema di garanzie bilaterali.

Come per gli scorsi anni, con il *Rapporto sul Debito Pubblico 2016* il Tesoro offrirà una descrizione dettagliata della gestione del debito, comprensiva di obiettivi e risultati, nonché del contesto di mercato e di finanza pubblica dell'anno che va a terminare.

IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA

1. Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione

Il Tesoro, come di consueto, anche per il 2017, garantirà la massima trasparenza nella sua politica di emissione non solo attraverso la pubblicazione della strategia di emissione e gestione contenuta in queste Linee Guida, ma anche attraverso ulteriori pubblicazioni quali il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e le comunicazioni di emissione.

Circa il Calendario Annuale, questo viene pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), nel quale sono riportate le informazioni inerenti le date d'asta nonché le date di annuncio e di regolamento delle diverse categorie di titoli in offerta.

Sempre sul medesimo sito viene pubblicato il calendario delle aste BOT che contiene tutte le informazioni circa questi collocamenti, incluse le date di annuncio, asta, regolamento e scadenza.

Il mercato sarà, come sempre, tempestivamente informato circa l'emissione dei titoli di Stato attraverso appositi comunicati di emissione, la cui tempistica di diffusione al mercato non subirà modifiche rispetto al passato. Per tutte le tipologie d'asta, pertanto, vi sarà un unico comunicato tre giorni prima dell'asta, in cui si annunceranno sia i titoli in offerta che i relativi quantitativi.

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	Asta	Data Regolamento asta
BOT	T-3	T	T+2
CTZ	T-3	T	T+2
BTP€i	T-3	T	T+2
BTP/ CCTeu	T-3	T	T+2

Nei comunicati di emissione sarà anche presente l'informazione circa l'ammontare offerto nel collocamento supplementare riservato agli operatori Specialisti che, di norma, si svolge il giorno successivo all'asta ordinaria. A partire dal 2017, viene introdotto un elemento di flessibilità circa la quota offerta nel collocamento supplementare per i titoli nominali ed indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai 10 anni. Di norma, le quote di riapertura sono, per le prime *tranche*, pari al 30% e per quelle successive pari al 15%; per i titoli nominali ed indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai dieci anni, la quota ordinaria potrà essere incrementata di un ulteriore 5% e decisa di volta in volta nell'annuncio dell'asta ordinaria. L'importo di diritto per ogni Specialista su questa quota aggiuntiva verrà calcolato sulla base della rispettiva performance valutata sul mercato secondario elettronico di riferimento.

Al termine di ogni trimestre avrà luogo la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione, nei quali saranno resi noti i nuovi titoli da emettere nel trimestre successivo nei comparti CCTeu, CTZ e BTP nominali fino al segmento 10 anni, insieme con il volume minimo in circolazione che il Tesoro si impegna a raggiungere per ognuno di essi prima di lanciare un successivo nuovo titolo nell'ambito dello stesso segmento.

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

L'offerta mensile dei titoli di stato nei vari cicli d'asta non subirà modifiche né per gli appuntamenti di metà mese né per quelli di fine mese, ad eccezione dei CTZ, di cui si dirà in seguito.

I BOT a 6 e 12 mesi saranno collocati rispettivamente nelle aste di fine e di metà mese. I BOT a 3 mesi saranno eventualmente offerti in asta insieme ai BOT annuali, mentre gli strumenti flessibili potranno essere proposti indifferentemente nelle aste di metà e di fine mese.

Passando ai titoli *on-the-run* del comparto nominale a medio-lungo termine, i BTP a 3 e 7 anni verranno offerti su base mensile nelle aste di metà mese e, ove ricorrano le condizioni, nello stesso ciclo d'asta verranno proposti anche i BTP sulle scadenze a lungo termine, in particolare sulle scadenze a 15 e 30 anni e sul nuovo punto a 20 anni introdotto nel 2016. Nelle aste di fine mese, sempre per i titoli *on-the-run* a medio-lungo termine, continueranno ad essere proposti i BTP a 5 e 10 anni insieme ai CCTeu. Relativamente al titolo di recente introduzione, il BTP a 50 anni, il Tesoro si impegnerà, come per tutti i titoli del comparto domestico, a garantirne un'adeguata

liquidità attraverso successive riaperture, che potranno avvenire sia in asta, indifferentemente nei cicli d'asta di metà e/o fine mese, sia attraverso collocamenti sindacati.

Continueranno a svolgersi mensilmente negli appuntamenti di fine mese, secondo le date riportate nel Calendario Annuale, le aste di BTP€i, di norma, nello stesso giorno dei CTZ, i quali nel 2017 torneranno ad essere emessi su base mensile. Queste categorie di titoli continueranno a regolare, di norma, nel penultimo giorno del mese in cui si svolge l'asta.

Nel 2017 il Tesoro potrebbe ricorrere con maggiore frequenza al collocamento in asta di titoli *off-the-run* e, al fine di perseguire un più efficiente collocamento di tali strumenti, si riserverà la facoltà di utilizzare la più ampia flessibilità sia in termini di scelta dei titoli sia della frequenza con cui proporli al mercato, sempre nell'ottica di garantire l'ottimale funzionamento del mercato secondario, contribuendo a rimuovere le eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato, in modo da soddisfare le specifiche esigenze della domanda che dovessero emergere verso tali titoli. In funzione degli specifici motivi per cui vengono proposti al mercato, e quindi differentemente dai titoli *on-the-run*, l'offerta dei titoli non più in corso di emissione potrà, pertanto, effettuarsi sia nella tornata di metà mese che in quella di fine mese.

Inoltre, qualora siano presenti condizioni di mercato particolari, e comunque in via del tutto eccezionale, il Tesoro potrà decidere di offrire titoli *off-the-run* congiuntamente nello stesso intervallo di emissione dei titoli BTP *benchmark* in corso di emissione (*on-the-run*).

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

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

Tabella 2: Periodicità delle aste

Tipologia di titolo	Aste Metà Mese	Aste Fine mese
<i>Bot Flessibili</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>3 mesi BOT</i>	<i>Emissione condizionata alle esigenze di cassa</i>	
<i>6 mesi BOT</i>		X
<i>12 mesi BOT</i>	X	
<i>24 mesi CTZ</i>		X
<i>3 anni BTP*</i>	X	
<i>5 anni BTP*</i>		X
<i>7 anni BTP*</i>	X	
<i>10 anni BTP*</i>		X
<i>15, 20 e 30 anni BTP*</i>	<i>I tre titoli saranno offerti in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>50 anni BTP</i>	<i>Il titolo sarà offerto in relazione alla domanda espressa dal mercato</i>	
<i>CCTeu</i>		X
<i>BTP€i</i>		X

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

3. 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 tradizionali scadenze a 6 e 12 mesi, cui potranno eventualmente affiancarsi i titoli trimestrali e i cosiddetti BOT flessibili, con durate anomale legate a specifiche esigenze di gestione della liquidità. Il 2017, in considerazione del notevole ammontare di scadenze, non consentirà di proseguire nella strategia di riduzione delle emissioni a breve termine, che invece aumenteranno, pur senza sostanzialmente discostarsi rispetto lo scorso anno, come peso percentuale rispetto alle emissioni totali.

I BOT annuali e semestrali saranno offerti con regolarità ed i relativi importi verranno determinati tenendo conto della domanda e delle condizioni di mercato. L'eventuale ricorso ai titoli a 3 mesi, così come ai BOT flessibili, avverrà in relazione alle esigenze di cassa del Tesoro.

Per entrambe le scadenze a 6 e 12 mesi il Tesoro continuerà ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli Specialisti in titoli di Stato. L'ammontare della riapertura continuerà ad essere di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto nell'asta ordinaria; il suddetto 10% sarà parametrato alla performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e a quella del mercato secondario, equamente ripartite. Il Tesoro manterrà la facoltà di modificare tale percentuale in ciascuna asta – in casi eccezionali e diramando un apposito comunicato stampa – in relazione alle condizioni di mercato e di domanda espresse dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi sul segmento BOT.

Per quanto riguarda il funzionamento del mercato primario, l'asta competitiva rimarrà il sistema di collocamento di tutto il comparto BOT. Le emissioni continueranno quindi a svolgersi secondo il metodo prevalente sul mercato monetario, che prevede la presentazione delle offerte espresse in termini di rendimento (anziché di prezzo), confermando inoltre la possibilità per gli operatori di inserire fino a 5 richieste per ciascun BOT offerto.

Alla clientela che acquisterà i titoli in asta continueranno ad applicarsi le tutele del decreto ministeriale per la trasparenza nel collocamento dei titoli di Stato. In particolare, il nuovo decreto emanato a gennaio 2015 (in sostituzione del precedente del 2004, aggiornato nel 2009) ha ridotto le commissioni massime applicabili alla clientela per la sottoscrizione dei BOT in asta, prevedendo che esse siano nulle in caso di rendimenti negativi.

Il Tesoro potrà, al margine, completare il programma di emissioni a breve termine con le *Commercial Paper*, strumenti caratterizzati da elevata flessibilità in termini di quantità e scadenze, utilizzati come corollario delle emissioni BOT per far fronte a specifiche e temporanee esigenze di cassa nella 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, introdotta nel 2007 e

sviluppatasi dalla fine del 2011, prevede un'attività quotidiana con lo svolgimento di operazioni di impiego o raccolta della liquidità a seconda delle necessità di *cash management*. Le operazioni continueranno a svolgersi tramite asta o negoziazione bilaterale e ad avere durata *overnight* o maggiore, in relazione alle esigenze di cassa e alle condizioni di mercato.

b) I CTZ 24 mesi

Nel corso del 2017 l'ammontare complessivo dei CTZ 24 mesi in scadenza sarà sostanzialmente in linea con quello del 2016. In particolare, i volumi in scadenza saranno pari a circa 24 miliardi di euro, ammontare di poco inferiore ai circa 26 miliardi di euro scaduti nel 2016. Tale riduzione è frutto della strategia di emissione adottata negli ultimi anni, basata sull'alleggerimento della quota relativa degli strumenti più a breve termine rispetto allo stock complessivo dei titoli in circolazione e volta a perseguire l'obiettivo di allungamento della vita media del debito e del contenimento del rischio di rifinanziamento.

Nel 2017 le emissioni di CTZ saranno sostanzialmente allineate all'importo in scadenza; pertanto, le emissioni nette di tale strumento a fine anno potranno risultare leggermente negative o solo marginalmente positive. Tuttavia, al fine di garantire la continuità di emissione necessaria a fornire la liquidità richiesta dal mercato, il Tesoro tornerà ad emettere i CTZ con frequenza *mensile* anziché bimestrale, viste anche le recenti decisioni della Banca Centrale Europea che, riducendo la vita residua dei titoli pubblici acquistabili da due a un anno, ha fatto sì che anche il comparto dei CTZ ricadesse all'interno del bacino dei titoli acquistabili. Il ripristino della frequenza mensile si iscrive anche nella prospettiva di favorire la domanda degli investitori *retail* sul comparto e di ottenere una distribuzione più uniforme dei volumi totali annui da emettere, consentendo una più efficace gestione delle condizioni di mercato anche nelle situazioni di potenziale volatilità.

Nel 2017 il comparto CTZ non presenterà alcuna variazione circa le modalità di collocamento, e continuerà pertanto ad essere offerto secondo le modalità standard, ovvero con asta marginale e taglio discrezionale del prezzo da parte del Tesoro all'interno di un quantitativo minimo e massimo offerto, che avverrà in base alle condizioni della domanda. L'emissione dei titoli di tale comparto continuerà inoltre ad essere effettuata nell'asta di fine mese, prima dell'asta BOT e delle aste dei titoli a medio-lungo termine e del CCTeu, e avrà come data di regolamento il giorno antecedente l'ultimo giorno lavorativo del mese.

Anche le modalità di comunicazione resteranno invariate e, dunque, il comunicato di emissione contenente l'informazione circa il quantitativo minimo e massimo emesso sarà pubblicato tre giorni prima della data dell'asta, contemporaneamente al comunicato relativo ai BTP€i.

Nel comparto CTZ, oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione, il 2017 vedrà presumibilmente l'introduzione di due nuovi titoli *benchmark*.

Infine, in continuità con quanto già avvenuto nel 2016, al fine di contenere l'ammontare di titoli da rifinanziare nel biennio 2017-2018, il Tesoro potrà prendere in considerazione l'eventualità di inserire anche i CTZ tra i titoli oggetto di riacquisto in operazioni di concambio o buyback.

c) I CCTeu

Per il comparto dei titoli a cedola variabile (CCTeu/ CCT) il 2016 è stato un anno molto positivo, caratterizzato da un significativo incremento della domanda, che ha consentito una performance del settore, in termini di valutazione sul mercato secondario, anche migliore dei BTP con scadenza analoga in molti periodi dell'anno.

Pertanto, al fine di tenere conto del quadro macroeconomico e della crescente solidità del settore, nel 2017 il Tesoro prevede la realizzazione di un ammontare di emissioni lorde superiore rispetto al 2016, anche in vista del più elevato volume di titoli in scadenza. Infatti, nel 2017 le scadenze di CCT ammonteranno a circa 30 miliardi di euro, valore consistentemente superiore rispetto ai poco più di 13 miliardi scaduti nel 2016. Ciò nonostante, si stima che nell'anno il valore delle emissioni nette nel settore sarà sostanzialmente nullo, in piena coerenza con la riduzione della quota degli strumenti a tasso variabile rispetto al totale dei titoli emessi, e con il più generale obiettivo di contenimento dell'esposizione del debito al rischio di tasso di interesse. Inoltre, l'anno 2017 vedrà la scadenza dell'ultimo CCT con vecchia indicizzazione al tasso delle aste BOT a 6 mesi.

Per quanto riguarda la tempistica del collocamento, il CCTeu continuerà ad essere emesso con una frequenza mensile e in occasione delle aste di fine mese, contestualmente alle emissioni dei BTP nominali a 5 e 10 anni.

La modalità di collocamento dei CCTeu non subirà variazioni rispetto al 2016, confermando dunque il ricorso alla tradizionale asta marginale con la fissazione discrezionale del prezzo da parte del Tesoro in base alle condizioni della domanda. Per i CCTeu non in corso di emissione (*off-the-run*), questi potranno essere offerti in un unico intervallo con gli *on-the-run*, oppure all'interno di un proprio intervallo di offerta.

Nel corso dell'anno, oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione si stima che verranno lanciati tramite asta due nuovi titoli *benchmark*, normalmente sulla scadenza all'emissione di 7 anni, coerentemente alle scelte adottate più di recente.

d) I BTP nominali a 3 e 5 anni

Durante il 2016, le emissioni sul comparto BTP a 3 e 5 anni sono state improntate a perseguire una riduzione complessiva dello stock di tali titoli rispetto al totale del debito attraverso emissioni nette negative, in particolare sulla parte più a breve termine, facilitata dalle ingenti scadenze su tale comparto.

Nel 2017, in questi due segmenti le scelte di politica di emissione del Tesoro tendenzialmente non si discosteranno da quanto svolto nel 2016, anche se le emissioni nette complessive potranno risultare positive, in particolare sul segmento a 3 anni, visti i ridotti volumi da rimborsare. Il Tesoro continuerà a garantire una presenza regolare e continua sul mercato primario e prevede di collocare, su entrambe le scadenze, almeno due nuovi *benchmark*. In ogni caso, la decisione circa le tempistiche più opportune per l'apertura dei nuovi titoli sarà valutata sulla base di una serie di fattori, quali l'evoluzione della domanda di mercato, la performance sul mercato secondario dei titoli con scadenza residua analoga, le esigenze di finanziamento del Tesoro e, comunque, preservando l'obiettivo di garantire un adeguato flottante finale dei titoli in corso di emissione.

Non ci sono modifiche alla tempistica di collocamento dei titoli di questo comparto nei cicli d'asta mensili e, pertanto, il titolo a 5 anni verrà offerto, insieme al titolo a 10 anni, in occasione delle aste di fine mese, mentre il collocamento del titolo a 3 anni verrà effettuato nelle aste di metà mese insieme al BTP a 7 anni e, di norma, anche ad uno o più titoli a lungo termine con scadenza superiore ai 10 anni. L'offerta di eventuali *off-the-run* potrà avvenire indifferentemente a metà o fine mese.

Anche la modalità di collocamento di questi titoli si conferma tramite 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 potrà comprendere congiuntamente. Qualora particolari circostanze di mercato lo richiedano, tutti i titoli potranno essere offerti con un intervallo di offerta unico, siano essi *on-the-run* che *off-the-run*.

e) I BTP nominali a 7 anni e 10 anni

Il BTP nominale con scadenza settennale, introdotto nel 2013, è ormai diventato un punto di riferimento sulla curva dei rendimenti italiana, in quanto ha continuato a manifestare nel corso del tempo una domanda stabile da parte degli investitori, istituzionali e non.

Il BTP decennale è considerato per la comunità degli investitori domestici ed internazionali il punto di riferimento dell'intera curva dei rendimenti nominali italiana e pertanto continuerà a rappresentare anche per il 2017 il segmento più importante per le emissioni del Tesoro nell'ambito del comparto BTP nominale, attraverso emissioni regolari su base mensile.

Non subirà modifiche il meccanismo di collocamento di questi due strumenti, che pertanto avverrà tramite meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo. Il segmento a sette anni continuerà ad essere emesso in occasione delle aste a medio-lungo termine di metà mese, insieme al BTP triennale ed uno o più titoli a lungo termine con scadenza superiore ai 10 anni, mentre il titolo a 10 anni sarà emesso in occasione delle aste di fine mese insieme al BTP quinquennale e al CCTeu.

Per entrambe le scadenze, per quanto concerne i titoli *off-the-run*, qualora si ravvedano necessità di normalizzazione della curva dei rendimenti, fenomeni di stress su specifici titoli, forte domanda specifica da parte degli investitori, questi titoli potranno essere offerti sia a metà che a fine mese, comunicando un intervallo di volumi che, qualora coinvolga più titoli *off-the-run*, potrà essere anche congiunto. Resta fermo che, qualora particolari circostanze di mercato lo richiedano, tutti i titoli, siano essi *on-the-run* che *off-the-run*, potranno essere offerti con un intervallo di offerta unico.

Per il 2017 verosimilmente dovrebbero essere emessi per ciascuna delle due scadenze due nuovi titoli. Il flottante complessivo dei titoli, prima di decidere l'apertura di un nuovo *benchmark*, sarà identificato anche in funzione della possibilità che gli stessi possano essere riaperti in momenti successivi come *off-the-run* o in operazioni di concambio.

Nel 2017 ancora non verranno a scadere titoli afferenti al comparto a 7 anni e pertanto, inevitabilmente, le emissioni nette saranno positive e, tendenzialmente, in valore assoluto dovrebbero attestarsi su ammontari non dissimili da quelli dello scorso anno. Di conseguenza a fine 2017 la quota del BTP sulla scadenza a 7 anni sullo stock dei titoli di Stato sarà ulteriormente in aumento sebbene, in percentuale al totale delle emissioni lorde complessive di titoli di Stato, il peso di questa scadenza potrebbe attestarsi su livelli leggermente inferiori. Tale segmento manterrà una

grande rilevanza al fine di consolidare i risultati ottenuti negli ultimi anni con riferimento alla vita media del debito.

Il Tesoro, in considerazione del ruolo strategico che riveste il titolo decennale per la gestione del debito, sia per il controllo del rischio di rifinanziamento che di tasso, manterrà su questo settore le emissioni lorde in linea con quelle già importanti dell'anno passato, aumentando il suo peso rispetto allo stock del debito anche grazie ad emissioni nette ampiamente positive.

f) I BTP nominali a lungo termine (15, 20 e 30 anni)

Nel 2016 la politica di emissione del Tesoro sui segmenti a lungo termine ha ottenuto risultati estremamente soddisfacenti, riuscendo ad emettere sull'area circa il 10% del totale delle emissioni lorde, grazie ad una domanda solida ed allo stesso tempo offrendo titoli a tassi di interesse largamente inferiori a quelli storici del comparto, senza incidere negativamente sulla conformazione della curva dei rendimenti BTP, la quale si è mantenuta su livelli di pendenza nella norma, se non addirittura più contenuti rispetto al recente passato. Nel corso del 2016, inoltre, il Tesoro ha introdotto in modo stabile un nuovo punto, il BTP 20 anni, lanciato tramite collocamento sindacato durante il mese di aprile e riaperto in due successive occasioni tramite asta.

Il Tesoro per il 2017 attuerà una politica di emissione volta a consolidare i risultati ottenuti durante il 2016 attraverso collocamenti sul comparto che verranno svolti con regolarità e continuità, valutando di volta in volta quali tra le tre scadenze disponibili offrire al mercato, tenendo conto delle informazioni acquisite attraverso canali diretti e indiretti con gli investitori e con gli operatori più attivi su questi strumenti e considerando le dinamiche degli scambi sul mercato secondario. Tale scelta ricadrà, di norma, su uno o più titoli *on-the-run*. Naturalmente, ove dalle informazioni ricevute e dalle proprie analisi si ravvisi la necessità e l'opportunità di riaprire titoli *off-the-run*, ci si riserva la facoltà di emetterli con la massima flessibilità, cioè sia sfruttando entrambi i cicli d'asta (metà mese e fine mese), sia attraverso la possibilità di emettere congiuntamente più titoli *off-the-run*.

Come per tutti gli altri titoli BTP nominali, le modalità di svolgimento delle aste, sia per i titoli *on-the-run* che per gli *off-the-run*, sarà con meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo. Qualora ci siano più titoli del comparto in offerta nella stessa tornata d'asta, di norma si comunicherà un quantitativo minimo e massimo per ciascun titolo *on-the-run*, salvo quanto già detto per gli *off-the-run*.

Nel comparto, le emissioni nette saranno ampiamente positive, anche se in misura inferiore rispetto allo scorso anno in quanto nel 2017 andrà a maturazione un titolo con scadenza a 15 anni. Tuttavia il peso del comparto a lungo termine continuerà a crescere rispetto allo stock dei titoli di Stato.

Per questa tipologia di scadenze il Tesoro, come di consueto, non annuncerà i nuovi titoli da emettere all'interno del Programma Trimestrale, tuttavia nel corso dell'anno valuterà l'opportunità di piazzare, tramite sindacato di collocamento, un nuovo titolo sulla scadenza a 15 anni nonché, qualora le condizioni di mercato e della domanda siano favorevoli, anche nuovi titoli sulle scadenze più lunghe, tenuto conto della vita residua degli attuali titoli *on-the-run*.

Considerando che, per questa tipologia di scadenze, i nuovi titoli sono emessi tramite sindacato di collocamento e quindi non è presente la riapertura riservata agli Specialisti in misura maggiorata rispetto alle tranche successive, ed anche al fine di favorire la liquidità del loro mercato secondario, il Tesoro dal 2017 si riserva la facoltà di stabilire una percentuale di ammontare offerto nel rispettivo collocamento supplementare riservato agli Specialisti che potrà essere incrementata di un ulteriore 5%, i cui importi di diritto verranno attribuiti in ragione della performance di ogni Specialista sulla piattaforma di mercato secondario selezionata per la loro valutazione.

g) I BTP nominali a lungo termine (50 anni)

Nel paniere dei titoli offerti agli investitori, il 2016 ha portato un ulteriore e significativo elemento di novità: l'introduzione del titolo BTP sulla scadenza a cinquant'anni. Per il Tesoro si è trattato di un'operazione di estremo successo con un titolo ad un tasso del 2,85% coinvolgendo circa 370 investitori per una offerta complessiva pari a 5 miliardi.

Il Tesoro, come per tutti i BTP, si impegna a garantire la liquidità del nuovo titolo riservandosi la possibilità, qualora se ne ravveda l'opportunità e a seguito di approfondite analisi di mercato, di emettere ulteriori *tranche* sia tramite asta ordinaria sia attraverso sindacati di collocamento. Per ciascuna specifica *tranche*, quando venga preferito il collocamento tramite asta, il Tesoro si riserva la facoltà di emetterlo, come per gli *off-the-run* sia nel ciclo d'asta di metà mese sia in quello di fine mese.

La modalità di svolgimento delle aste per questo segmento è identico a quello di tutti gli altri BTP, cioè con meccanismo d'asta marginale e determinazione discrezionale del prezzo. Qualora il titolo sia offerto con altri titoli a lungo termine o con *off-the-run*, il Tesoro potrà decidere di comunicare un quantitativo minimo e massimo per ciascun titolo *on-the-run* o, in particolari circostanze anche congiuntamente su più titoli.

Così come per i titoli a lungo termine con scadenza tra i 15 ed i 30 anni, anche per il BTP con scadenza 50 anni il Tesoro si riserva la facoltà di stabilire una percentuale di ammontare offerto nella rispettiva asta supplementare che potrà essere incrementata di un ulteriore 5% da attribuire agli Specialisti in ragione della loro performance sulla piattaforma selezionata per la loro valutazione.

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

Nel 2017 verrà a scadenza un titolo BTP€i a 10 anni per circa 13,6 miliardi di euro (importo non rivalutato). Ove consentito dalle condizioni di mercato, nell'anno, vi sarà un aumento delle emissioni di titoli indicizzati all'inflazione europea, anche in considerazione della progressiva evoluzione del quadro macroeconomico, con un contributo di tutte le scadenze in base alle condizioni di mercato e alla profondità della domanda.

La politica di emissione del Tesoro sul comparto dei titoli indicizzati all'inflazione europea continuerà ad essere orientata ad un approccio di regolarità delle emissioni, attraverso la presenza sul mercato con cadenza mensile, come da Calendario Annuale. A fine anno, lo stock in valore assoluto dei titoli indicizzati all'inflazione europea dovrebbe crescere lievemente; tuttavia, l'esposizione complessiva al rischio inflazione (sia europea che italiana, quindi tenendo conto anche del BTP Italia), calcolata in termini di quota dei titoli reali sul debito complessivo, dovrebbe rimanere sostanzialmente immutata rispetto al 2016.

Il collocamento in asta dei BTP€i sarà caratterizzato da determinazione discrezionale del prezzo, a fine mese e secondo la cadenza mensile indicata nel Calendario (che solo a dicembre non prevede emissioni).

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.

Dal 2017, per i titoli indicizzati all'inflazione con vita residua superiore ai 10 anni, il Tesoro si riserva la facoltà di aumentare del 5% la percentuale del collocamento supplementare riservato agli Specialisti sulle tranche successive alla prima. Gli importi di diritto, relativamente a tale 5%

aggiuntivo, verranno attribuiti in ragione della performance di ogni Specialista sulla piattaforma di mercato secondario selezionata per la loro valutazione.

La valutazione circa l'introduzione di nuovi *benchmark* sarà effettuata tenendo conto delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, sia in termini di flottante raggiunto da ciascuno di essi e sia in termini di vita residua, e dell'evoluzione della domanda. La modalità di collocamento dei nuovi titoli avverrà, per quelli con durata pari o maggiore a dieci anni, attraverso il sindacato di collocamento.

In occasione dell'eventuale lancio, tramite sindacato di collocamento, di un nuovo *benchmark* a 10 anni, il Tesoro valuterà, sulla base dei riscontri di mercato e delle esigenze di un'ottimale gestione dei flussi di cassa, l'opportunità di spostare il mese di scadenza finale a maggio, con conseguente cambiamento del ciclo cedolare in maggio e novembre, in continuità con quanto già fatto per il lancio del nuovo BTP€i a 5 anni nel corso del 2016. Inoltre, ove sul mercato se ne riscontrino le condizioni, si valuterà la possibilità di emettere altri nuovi *benchmark* sulla curva dei titoli indicizzati all'inflazione europea, tenuto conto dello status in termini di vita residua degli attuali titoli *on-the-run*.

5. Strip

A partire dal mese di novembre 2016 è operativa la nuova modalità dell'attività di separazione e ricostituzione di titoli di Stato, meglio nota come stripping, che consente piena attuazione del D.M. 07/12/2012 n° 96718, che ha introdotto la fungibilità tra cedole separate (strip) aventi medesima scadenza - ma provenienti da titoli nominali a tasso fisso diversi – con mantelli provenienti dai medesimi o altri titoli, purché ovviamente sempre con la stessa data di scadenza. E' ora infatti possibile che dal processo di ricostituzione si generino titoli strip con circolante superiore a quello del titolo originario. In questo modo la possibilità per gli intermediari di separare e ricostituire titoli beneficia di una flessibilità ancora maggiore che incentiverà l'attività di stripping, rispondendo quindi 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.

Si precisa, comunque, che questa operatività è prettamente di mercato secondario e non altera l'effettivo circolante di ogni titolo su cui il Tesoro è impegnato a corrispondere interessi e rimborso della quota capitale a scadenza.

IL BTP ITALIA

Nell'anno 2017, andranno in scadenza i due BTP Italia emessi nel 2013, per un totale di rimborsi pari a circa 39 miliardi.

Nel corso del prossimo anno, il BTP Italia verrà riproposto attraverso due collocamenti, tendenzialmente uno in primavera e uno in autunno, per continuare a fornire agli investitori *retail* uno strumento di protezione dei loro risparmi e ad offrire la possibilità di reinvestire nei nuovi titoli la liquidità proveniente dai due titoli in scadenza. Tali collocamenti continueranno ad essere aperti anche agli investitori istituzionali, in considerazione dell'ampio e continuo interesse mostrato per il titolo indicizzato all'inflazione italiana sia da operatori domestici che da investitori esteri.

I titoli offerti avranno le stesse caratteristiche finanziarie di quelli già presenti sul mercato: tasso cedolare reale annuo fisso, indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale, rimborso su base semestrale della rivalutazione del capitale e premio di fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza. La durata dei nuovi titoli sarà valutata in base alle condizioni della domanda e di mercato in prossimità del collocamento e potrà essere pari a 6 o 8 anni. I titoli continueranno ad essere emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio. Gli ordini di acquisto saranno raccolti durante il periodo di collocamento dell'emissione sul circuito stesso della piattaforma, e mediante il supporto di banche *dealer*, scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. La liquidità dei titoli sul mercato secondario 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.

Inoltre, il Tesoro nel 2017 si riserva di approfondire la possibilità di ricorrere ad operazioni straordinarie di gestione degli elevati importi in scadenza di BTP Italia mediante operazioni di riacquisto o concambio, valutando attentamente le modalità più opportune con cui intervenire, ove l'esito dell'analisi condotta sia favorevole a procedere in tal senso.

LE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E RIACQUISTO

Nel 2017 si prevede di fare ricorso alle operazioni straordinarie 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 dei titoli di Stato. In continuità con quanto avvenuto negli ultimi anni, tali operazioni saranno volte in particolare a ridurre la concentrazione di rimborsi previsti nel biennio 2018-2019, non escludendo anche interventi sull'anno in corso, qualora se ne ravvisi l'opportunità e sussistano le condizioni di mercato necessarie. L'utilizzo delle operazioni straordinarie dipenderà, comunque, dalle condizioni prevalenti sul mercato secondario e, per il riacquisto, anche dal livello delle giacenze del Conto disponibilità e del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

Anche nel 2017 si valuterà di volta in volta la migliore modalità di esecuzione di tali operazioni. Per il concambio, come di consueto, si prevede l'utilizzo del sistema telematico di negoziazione, che opera sul mercato secondario regolamentato, o del sistema d'asta gestito dalla Banca d'Italia; per i riacquisti, si potrà ricorrere al sistema d'asta della Banca d'Italia o a negoziazioni bilaterali o, infine, adottare nuove modalità di esecuzione, che potrebbero includere lo svolgimento delle operazioni direttamente sul mercato secondario, come già avviene per il concambio.

EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

Il *Global Bond Program* e il *Medium Term Notes (MTN) Program* costituiscono da lungo tempo i due canali mediante i quali il Tesoro ha stabilito una presenza significativa sui mercati internazionali, al fine sia di ampliare e differenziare la base degli investitori sia di emettere a costi comparabili con quelli sostenuti sul mercato domestico per emissioni con medesime caratteristiche.

L'attività sui mercati internazionali tramite questi due programmi avrà luogo tendendo conto che l'ammontare complessivo in scadenza di titoli internazionali nel 2017 è pari a circa 3 miliardi di euro.

Il *Global Bond Program*, tipologia di emissione diretta a investitori di elevato profilo e di ogni parte del mondo, ha consentito in passato al Tesoro di posizionarsi tra i principali emittenti non domestici sul mercato del dollaro statunitense.

Nonostante nei periodi più recenti i costi relativi alla copertura del rischio di cambio attraverso *cross currency swap* e l'assenza di un sistema di collateralizzazione abbiano reso più conveniente il finanziamento sul mercato interno, una costante e attenta attività di monitoraggio dei mercati viene effettuata dal Tesoro con l'obiettivo di individuare e concretizzare l'interesse per eventuali nuove

emissioni, a un costo inferiore o anche pari a quello sostenuto sul domestico, visto che il circolante complessivo di titoli denominati in dollari è attualmente piuttosto esiguo. Considerata poi la lunga assenza dal comparto - le ultime operazioni risalgono, infatti, al 2010 - nel corso del 2017 l'opportunità di emettere in formato *Global* sarà accuratamente valutata, oltre che in relazione alle condizioni presenti sui mercati internazionali, anche tenendo conto dello stato di predisposizione e attuazione di accordi di garanzia volti a mitigare la rischiosità connessa a tali operazioni.

Il *Medium Term Notes* rappresenta, invece, un programma caratterizzato da elevata flessibilità mediante il quale il Tesoro effettua emissioni in formato pubblico e privato, rivolgendosi a investitori interessati a detenere in portafoglio titoli in euro o, eventualmente, in altre valute. Questo strumento, sul quale si è concentrata l'attività sui mercati internazionali negli ultimi anni, permette di tenere in considerazione e di valutare di volta in volta le differenti opportunità di finanziamento manifestate direttamente dagli investitori istituzionali ai *dealer* selezionati come intermediari e di adeguare le esigenze dell'emittente alle specifiche richieste presentate, sia in termini di scadenza che di struttura.

Secondo un'ottica di continuità, per quanto concerne i collocamenti privati, che negli ultimi anni hanno caratterizzato tutte le emissioni sotto il programma *MTN*, saranno esaminate le proposte con le seguenti caratteristiche: scadenza almeno pari a tre anni, ammontare minimo non inferiore ai 200 milioni di euro e un importo minimo negoziabile non inferiore a 500.000 euro.

La strategia perseguita con tali emissioni è finalizzata a ottenere un vantaggio economico rispetto alla curva BTP, ovvero a sostenere un costo di finanziamento non superiore a quello del corrispondente titolo domestico "teorico" con la stessa scadenza (principio di arbitraggio). Come già avvenuto negli scorsi anni, nel caso si manifestino esigenze specifiche, potrà essere tenuta in considerazione anche l'opportunità di emettere titoli indicizzati all'inflazione.