



Dipartimento
del Tesoro

A cura della direzione II

Linee guida della gestione del debito pubblico 2024



© Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2023
Dipartimento del Tesoro
Direzione II - Debito Pubblico

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

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

INDICE

INDICE	3
INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE	4
PREMESSA	5
I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2024 ..	6
I.1 Considerazioni introduttive	6
II. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	9
II. 1 Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione	9
II.2 La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli	11
III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE	13
III. 1 I BOT e la gestione della liquidità	13
III.2 I BTP <i>SHORT TERM</i>	16
III.3 I CCTEU	16
III.4 I BTP nominali a 3 e 5 anni	17
III.5 I BTP nominali a 7 e 10 anni	18
III.6 I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni)	19
III.7 I BTP indicizzati all'inflazione europea (BTP€i)	20
III.8 I TITOLI DEDICATI AI RISPARMIATORI <i>RETAIL</i>	21
III.9 I BTP <i>GREEN</i>	22
IV. LE OPERAZIONI DI LIABILITY MANAGEMENT: CONCAMBI, RIACQUISTI, EMISSIONI TAP E DERIVATI	25
V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	27

INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE

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

Tavola 2.2 – PERIODICITÀ DELLE ASTE 12

PREMESSA

In linea con una prassi ormai ampiamente consolidata, il Dipartimento del Tesoro pubblica le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2024. Obiettivo del documento è quello di sottoporre all'attenzione dei partecipanti al mercato del debito pubblico italiano diverse informazioni, di tipo sia qualitativo che quantitativo, circa la strategia di emissione e gestione dei titoli di Stato per i prossimi dodici mesi. In particolare, vengono forniti dettagli circa i piani di emissione sui diversi comparti e sulle varie scadenze, nonché l'approccio che verrà adottato per rispondere sia alle esigenze strategiche del Tesoro dal punto di vista della gestione dei principali rischi, sia all'evoluzione delle condizioni di mercato lungo il corso dell'anno. Per ripercorrere tutti i profili della gestione del debito del 2023, nel contesto dell'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica del periodo, si rimanda al Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico del 2023 che verrà pubblicato durante il 2024.

I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2024

I.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Il 2023 è stato caratterizzato dalla continuazione del rapido e significativo percorso di incremento dei tassi di politica monetaria operato da parte della BCE, come dalle altre principali banche centrali a livello globale, per contrastare l'elevata inflazione manifestatasi in conseguenza degli shock nel biennio 2020-22: la pandemia da Covid_19 e l'invasione russa dell'Ucraina. Il mutato contesto di politica monetaria ha avuto inevitabili effetti sull'attività di emissione del Tesoro e di altri emittenti (sovrani e non), sui tassi di interesse e sulle preferenze degli investitori. A ciò si è aggiunta la necessità di finanziare con il ricorso al mercato non solo il disavanzo definito con la Legge di Bilancio, ma anche il fabbisogno di liquidità derivante dall'utilizzo dei crediti fiscali connessi con la significativa evoluzione degli incentivi per il settore immobiliare impressa a partire dal 2020 come risposta di politica fiscale alla pandemia.

In questo contesto, l'attività di emissione del Tesoro è stata molto sostenuta durante tutto l'anno, con la seconda metà che ha visto il prevalere delle emissioni attraverso le aste ordinarie, oltre a un'emissione dedicata agli investitori *retail* caratterizzata da un largo riscontro, con le operazioni sindacate per il lancio di nuovi titoli *benchmark* che ha segnato il passo.

Se si fa eccezione per la fase legata alla crisi delle banche regionali americane, è proprio nella seconda parte dell'anno che la volatilità è divenuta particolarmente sostenuta, soprattutto in coincidenza con le riunioni di politica monetaria delle banche centrali o in occasione di interventi e dichiarazioni dei banchieri centrali. La curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha mostrato un marcato movimento al rialzo fino a metà ottobre, accompagnato da una sostanziale stabilità degli *spread* verso gli altri emittenti, sia *core* che periferici. La pendenza della curva ha inoltre risentito delle attese di politica monetaria e dell'andamento della scadenza a 10 anni, la più liquida e quella sulla quale si è maggiormente concentrata l'attenzione del mercato, con una prima parte dell'anno caratterizzata dall'appiattimento del tratto 2-10 anni e una seconda parte che ha visto un significativo irripidimento del tratto 10-30 anni.

Il rialzo dei tassi di mercato e della componente di indicizzazione ai prezzi ha prodotto un aumento del costo medio all'emissione, che nel 2023 è stato pari al 3,76%, mentre il costo medio del debito, calcolato come rapporto tra gli interessi e lo *stock* di debito delle Pubbliche Amministrazioni, si è attestato nell'intorno del 2,8%.

Nel 2023 sono state effettuate emissioni di titoli a medio-lungo termine per un totale di poco inferiore ai 360 miliardi di euro, di cui 16,5 in concambio. Di conseguenza, le emissioni al netto dei concambi sono state pari a 343 miliardi di euro. Le emissioni BOT sono risultate pari a circa 156 miliardi di euro.

Nonostante condizioni di mercato particolarmente complesse, le scelte di gestione hanno consentito di mantenere elevata la vita media del debito che alla fine del 2023, relativamente allo *stock* di titoli di Stato, è stata pari a 6,97 anni (7,25 anni se si considerano anche i prestiti nell'ambito dei Programmi *SURE* e *NGEU*), un dato solo lievemente inferiore a quello di fine 2022 pari a 7,04 anni. Ciò grazie anche alle diverse emissioni sulla parte lunga della curva dei rendimenti, condotte sia attraverso le aste che con il lancio - tramite sindacato di collocamento nella prima parte dell'anno - di due nuovi titoli *benchmark* nominali con scadenza a 20 e 30 anni, ai quali si sono aggiunti un BTP Green con scadenza nel 2031, un BTP indicizzato all'inflazione (BTP*€i*) a 15 anni e un CCTeu con scadenza 8 anni.

Nel 2024 le esigenze di finanziamento saranno determinate dalle scadenze dei titoli in circolazione che, al netto dei BOT, saranno pari a circa 265 miliardi di euro e dal nuovo fabbisogno del settore statale dell'anno che, in base alle stime preliminari di finanza pubblica coerenti con la NADEF di settembre e il *Draft Budgetary Plan* 2024 dello scorso ottobre, dovrebbe attestarsi intorno ai 130 miliardi di euro.

Tenendo conto dei prestiti del pacchetto NGEU e dell'attività di gestione delle disponibilità di cassa, che beneficerà anche delle entrate della quarta rata NGEU in arrivo proprio a chiusura del 2023, le informazioni attualmente disponibili consentono di prevedere emissioni lorde complessive di titoli a medio lungo termine in un intervallo tra i 340 ed i 360 miliardi di euro, quindi in linea con quelle del 2023.

In questo contesto, la politica di emissione e gestione del debito nel 2024 sarà orientata principalmente al conseguimento dei seguenti obiettivi:

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

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

- a) l'impegno a garantire prevedibilità e regolarità delle emissioni su tutti i principali segmenti dei titoli domestici;
- b) la calibrazione dei volumi offerti al mercato in modo da dare maggiore peso ai settori con migliore liquidità sul secondario e più profondità di domanda;
- c) il proseguimento dell'offerta dedicata agli investitori *retail*, volta ad ampliare la loro partecipazione diretta al debito pubblico, anche mediante nuovi strumenti;
- d) l'ulteriore sviluppo del comparto dei BTP Green attraverso un volume complessivo di emissioni utile a favorire la liquidità dei singoli titoli e le necessità degli investitori specializzati ESG;

e) l'uso di strumenti di *liability management* (come i concambi ed i *buyback*), in linea con l'approccio seguito negli ultimi anni, con una frequenza e intensità funzionali all'andamento di mercato, con il fine di ridurre le dislocazioni su specifici titoli, migliorare la liquidità del secondario, gestire il profilo dei rimborsi degli anni futuri nonché contribuire ove possibile a ridurre il costo medio del debito in circolazione;

f) Il monitoraggio dell'evoluzione dei mercati in valuta estera da sfruttare sia in formato Global che in formato EMTN, con un particolare focus sui collocamenti in dollari, in presenza di condizioni economiche favorevoli.

Si ricorda inoltre che nel Rapporto sul Debito Pubblico 2023 verranno descritte dettagliatamente tutte le diverse componenti dell'attività di gestione del debito dell'anno che sta per chiudersi, con l'evidenziazione degli obiettivi perseguiti e dei risultati raggiunti.

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

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

La politica di comunicazione che la Direzione del Debito Pubblico adotterà nel 2024 sarà come sempre volta a perseguire la massima trasparenza nella definizione sia della strategia che delle specifiche scelte di emissione. L'obiettivo della trasparenza verrà comunque temperato con l'opportunità di riservarsi alcuni elementi di flessibilità necessari per garantire le scelte di gestione più appropriate, specialmente in contesti di mercato la cui evoluzione risulta di difficile prevedibilità.

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

Circa il Calendario Annuale, questo viene pubblicato nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it), nel quale sono riportate le informazioni relative alle date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato in programma nel corso del 2024 (inclusi i BOT), nonché le date di annuncio e di regolamento per le diverse categorie di titoli offerti in asta.

Al termine di ogni trimestre, inoltre, avrà luogo la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione in cui saranno riportati aggiornamenti relativi al volume atteso complessivo di emissione di debito a medio-lungo, nonché informazioni concernenti il quadro macroeconomico e di finanza pubblica. Nella sezione riguardante le emissioni di titoli di Stato, come di consueto, saranno resi noti al mercato i titoli di nuova emissione che saranno collocati tramite asta nel trimestre successivo nel comparto dei BTP nominali con scadenza fino a 10 anni, insieme ai volumi minimi in circolazione che il Tesoro si impegna a raggiungere per ognuno di essi prima di lanciare un nuovo titolo nello stesso segmento. Per i nuovi titoli da emettere nel trimestre, di volta in volta il Tesoro deciderà se oltre alla tipologia e durata del titolo, sarà opportuno fornire anche l'esatta data di scadenza nonché quella di godimento, al fine di rispondere alle eventuali esigenze di flessibilità dettate dall'andamento di mercato.

Infine, tre giorni prima di ciascuna asta, così come previsto nel Calendario Annuale, verrà diramato il Comunicato di emissione, che informa il mercato circa i titoli specifici in offerta ed i relativi quantitativi. Tali comunicati contengono, inoltre, ulteriori informazioni utili per l'investitore quali, ad esempio, la tempistica entro cui presentare le domande in asta, l'ammontare offerto nel collocamento

supplementare riservato agli operatori Specialisti, i soggetti che possono partecipare all'asta con le relative modalità di partecipazione e, infine, se il titolo offerto in asta viene ammesso alle attività di *stripping* e se presenta una prima cedola "short coupon".

La tabella 2.1, riportata di seguito, riassume le tempistiche degli annunci e del regolamento normalmente adottati per i titoli collocati in asta dal Tesoro:

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

Il Calendario Annuale del 2024, come già avvenuto negli ultimi anni, prevede la possibilità che, in alcune sporadiche occasioni, la sequenza di annunci, aste e regolamento dei collocamenti BOT e/o dei titoli a medio-lungo termine non segua la tempistica standard riportata in tabella e questo proprio per tener conto di vari aspetti quali, tra l'altro, il posizionamento della data dell'asta rispetto a festività nazionali o internazionali.

La data di svolgimento dei collocamenti supplementari riservati agli operatori Specialisti sarà presente all'interno dei Comunicati di emissione e comunque, di norma, tali collocamenti verranno svolti il pomeriggio del giorno lavorativo successivo a quello in cui si è tenuta l'asta ordinaria. Sempre per quanto concerne i collocamenti supplementari, le quote delle riaperture riservate agli Specialisti continueranno ad essere di norma pari al 30% per le prime *tranche* e pari al 15% per le *tranche* successive. Per quanto riguarda la modalità di calcolo, non verranno introdotte variazioni rispetto a quanto già introdotto a partire dal 2022. Pertanto, nel caso di nuovi titoli, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle aste precedenti resta pari al 22,5%, mentre la quota legata alla performance ottenuta dallo stesso operatore sul mercato secondario resta invariata al 7,5%; per le *tranche* successive, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle aste precedenti resta pari al 7,5%, mentre la quota legata alla performance ottenuta dallo stesso operatore sul mercato secondario resta pari al 7,5%.

Inoltre, come negli ultimi anni, sulla definizione delle quote relative alle *tranche* successive alla prima, il Tesoro continuerà ad avvalersi della facoltà di scegliere di volta in volta di aumentare la quota delle riaperture dei titoli nominali e indicizzati all'inflazione di un ulteriore 5%. Anche in questo caso, tale decisione verrà resa nota nei comunicati stampa recanti l'annuncio delle aste ordinarie. Per quanto concerne la metodologia di calcolo dell'importo di diritto per ogni Specialista sulla quota aggiuntiva rispetto a quella standard del 15%, per i titoli con durata residua minore ai quindici anni, tale diritto continuerà ad essere calcolato interamente sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e di segmento; per i titoli con durata residua maggiore ai quindici anni, tale diritto continuerà ad essere calcolato per metà sulla base della performance dello Specialista sul mercato secondario elettronico di riferimento e per la restante metà sulla base della quota aggiudicata nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e segmento.

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

Nel 2024, la cadenza dei cicli d'asta nei quali verranno offerti i titoli di Stato, sia per gli appuntamenti di metà mese che per quelli di fine mese, non subirà modifiche.

Per il comparto BOT, i titoli con scadenza a 12 mesi e quelli con scadenza semestrale saranno offerti mensilmente e rispettivamente nelle aste di metà e fine mese. Per quanto riguarda l'offerta dei BOT a 3 mesi, delle riaperture di BOT in circolazione e dei BOT con scadenza flessibile, qualora esigenze di cassa lo rendessero necessario, potranno essere proposti indifferentemente nelle aste di metà o di fine mese.

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

Per quanto riguarda i collocamenti dei titoli indicizzati all'inflazione europea, i BTP€i, questi continueranno ad essere offerti mensilmente negli appuntamenti di fine mese, di norma nello stesso giorno dei BTP *Short Term*.

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

Anche nel 2024, per tutti i comparti dei BTP nominali, dei CCTeu e dei BTP€i, il Tesoro potrà ricorrere al collocamento in asta di titoli *off-the-run* qualora lo ritenga opportuno, nei casi in cui ciò favorisca l'ottimale funzionamento del mercato secondario, contribuisca a rimuovere le eventuali distorsioni presenti sulla curva dei rendimenti dei titoli di Stato e/o soddisfi specifiche esigenze della domanda che dovessero emergere verso alcuni titoli. Allo scopo di perseguire un più efficiente collocamento di tali strumenti, il Tesoro si riserva la più ampia flessibilità sia in termini di scelta dei titoli sia in relazione alla frequenza con cui proporli al mercato.

Considerata quindi la peculiarità dei motivi per cui vengono proposti al mercato, l'offerta dei titoli non più in corso di emissione potrà effettuarsi sia nella tornata di metà mese che in quella di fine mese. Circa le modalità di collocamento, per gli *off-the-run* verranno offerti intervalli sugli importi in emissione calibrati sul

singolo titolo, o con un intervallo congiunto in caso di più titoli proposti nella medesima asta. Tuttavia, il Tesoro potrà decidere, in via del tutto eccezionale e in presenza di condizioni di mercato particolari, di offrire congiuntamente nello stesso intervallo di emissione titoli *off-the-run* e titoli *benchmark* in corso di emissione (*on-the-run*).

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

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

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

Infine, qualora lo richiedano particolari esigenze di liquidità, di funzionamento del mercato e/o di domanda, il Tesoro potrà eccezionalmente 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 a seguito di un'approfondita consultazione dei partecipanti al mercato stesso, saranno annunciati attraverso i consueti canali di comunicazione.

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

III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE

III. 1 I BOT E LA GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

Nel corso del 2023 la dinamica previsionale dei flussi di cassa per l'anno in corso ha risentito di un quadro macroeconomico incerto. Il contesto geopolitico internazionale, le dinamiche inflattive in atto e le risposte molto incisive delle banche centrali internazionali hanno generato tra gli attori di mercato elevata incertezza relativamente alle previsioni di crescita e di andamento delle principali variabili di finanza pubblica. Tutto questo ha avuto riflessi sulla gestione della liquidità e sulla politica di emissione sul comparto a breve termine. In particolare, nel comparto dei Buoni Ordinari del Tesoro (BOT) durante il 2023 sono stati emessi circa 156 miliardi di euro a fronte di scadenze in area 145 miliardi, con emissioni nette positive di circa 10 miliardi di euro. In termini assoluti, dunque, le emissioni sono state maggiori rispetto al 2022 di circa 17 miliardi di euro ma rispetto alla totalità dei bond emessi nell'anno la percentuale del comparto è scesa dal 33% al 30% con una quota dei BOT sullo stock dei titoli in circolazione che si mantiene intorno al 5%.

Il 2024 sarà altrettanto complesso, con i medesimi rischi geopolitici, ma inserito in un quadro macroeconomico dove i principali previsori ed analisti stimano un contesto di crescita più contenuto e rischi inflattivi in decisa diminuzione. Tuttavia, questi scenari sono ancora caratterizzati da molta incertezza e rischi che si rifletteranno sulle dinamiche di cassa che dovrà essere gestita con modalità ancora più accurate. Tra gli strumenti a disposizione, l'operatività in pronti contro termine (repo) continuerà ad essere uno degli strumenti principali per l'attività di cash management, considerato anche l'apprezzamento riscosso dallo strumento non solo dal mercato ma anche dal Tesoro per la sua flessibilità ed efficacia. Attraverso questo strumento si continuerà a perseguire anche l'obiettivo di contenimento del livello delle emissioni nel comparto dei BOT sul totale delle emissioni dei Titoli di Stato anche nel 2024, potendo riversare sul *repo* le necessità di copertura a breve e brevissimo periodo che in precedenza venivano gestite proprio mediante i BOT.

Per quanto riguarda l'andamento dei mercati monetari, come previsto, la Banca Centrale Europea ha continuato a adottare una politica monetaria restrittiva per tutto il 2023 innalzando i propri tassi di riferimento in modo costante e a ritmo sostenuto fino al Consiglio Direttivo tenutosi nel mese di settembre, periodo a partire dal quale si è iniziato a registrare un primo calo marcato dell'inflazione. Infatti, in questi ultimi mesi i prezzi dell'energia (soprattutto del gas) sono in costante e rapida discesa e di conseguenza anche l'inflazione generale mostra segnali di rapido raffreddamento. Pertanto, negli ultimi due meeting di politica monetaria la BCE, come da attese, ha lasciato i tassi di riferimento invariati, facendo intendere che la fase rialzista dovrebbe essersi chiusa. Il mercato, ad oggi, sconta l'ipotesi che già nel corso del 2024 la BCE potrebbe iniziare a tagliare i tassi di riferimento.

Nel corso dell'anno prossimo, il Tesoro continuerà a presentarsi regolarmente sul mercato primario con le emissioni di BOT a 6 e 12 mesi, che verranno svolte considerando la domanda degli investitori, la necessità di garantire una sufficiente liquidità di ciascun titolo nonché l'esigenza di ridurre gli importi in circolazione dei titoli di questo comparto ovvero optare per la totale cancellazione della tornata d'asta nel caso in cui le mancate necessità di cassa lo permettano, come già deciso per l'asta del BOT a 6 mesi di fine dicembre 2023.

Si confermano anche per l'anno 2024 le novità introdotte l'anno precedente, quali: il codice ISIN dei nuovi titoli BOT verrà reso noto il giorno stesso della pubblicazione del relativo comunicato di emissione; il lancio di nuovi BOT semestrali a mesi alterni ossia, ogni nuovo titolo semestrale verrà riaperto nella tornata d'asta successiva. In tal modo si persegue l'obiettivo di garantire un sufficiente ammontare in circolazione che ne garantisca una adeguata liquidità; una progressiva riduzione delle emissioni nel comparto lungo l'anno; una maggiore flessibilità nella politica di emissione che permetta di riaprire, laddove ci siano esigenze di mercato o di cassa, titoli in corso di emissione selezionati tra quelli presenti su tutta la curva BOT.

Nel 2024 il Tesoro cambierà la modalità di comunicazione della quota della riapertura riservata agli Specialisti in titoli di Stato. In particolare, la quota dell'asta supplementare resterà di norma pari al 10% dell'importo nominale offerto in asta, ma tale quota non verrà più comunicata dopo la conclusione dell'asta ordinaria, come avvenuto finora, ma contestualmente all'annuncio dell'asta ordinaria. In tal modo si rende certa ex-ante la quota a cui gli operatori possono partecipare nell'asta supplementare. Inoltre, contrariamente agli scorsi anni, l'asta supplementare si svolgerà per le tranche successive alla prima per tutte le tipologie di BOT emesse, come il trimestrale o i flessibili, e non più solo per i BOT semestrali e annuali. La quota della riapertura sarà attribuita, come di consueto, secondo la performance degli Specialisti osservata sul mercato primario e secondario. Eventuali variazioni alla quota del 10% saranno valutate di volta in volta sulla base delle condizioni di mercato e di domanda espresse dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, sempre in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi su questo segmento.

Per tutte le tipologie di BOT, il Tesoro continuerà ad avvalersi del sistema di asta competitiva. Come è usuale, gli operatori potranno presentare, per ciascun titolo offerto, fino a cinque richieste espresse in termini di rendimento. Agli investitori che acquisteranno i BOT in asta si applicheranno le norme previste dal decreto ministeriale per la trasparenza nel collocamento dei titoli di Stato.

Infine, rispetto all'intero comparto, il Tesoro - come di consueto - valuterà, nel caso si presentino specifiche esigenze di gestione della liquidità, di procedere con l'emissione di BOT trimestrali, riaperture di BOT già in circolazione o emettere i c.d. BOT flessibili. Questa tipologia di emissioni potrà avvenire sia nelle tornate di metà mese, insieme al BOT annuale, sia in quelle di fine mese, affiancate alle emissioni dei BOT semestrali, siano esse prime tranche o riaperture successive.

Nel 2023, la gestione della liquidità è stata caratterizzata dal consolidamento dell'operatività in pronti contro termine (repo) e dall'attività di impiego (via depositi) non collateralizzato svolta tramite piattaforme di negoziazione. Nell'anno in corso il Tesoro ha operato sul comparto repo sia in raccolta, contribuendo alla gestione delle distorsioni presenti sul mercato e facilitando l'operatività di *market*

making degli Specialisti, che in impiego di liquidità (*reverse repo*), al fine di incrementare l'efficienza complessiva del *cash management*. Il 2023 si è contraddistinto inoltre per la decisione della BCE di operare una riduzione della remunerazione delle giacenze governative (dal mese di maggio pari a €str - 20 bps), che ha incentivato l'adozione di politiche di efficientamento delle giacenze in eccesso rispetto all'ammontare di liquidità mantenuta a scopo prudenziale. Il Tesoro ha prontamente fronteggiato la decisione di politica monetaria intensificando sia l'impiego non collateralizzato - attraverso anche una politica di ampliamento delle controparti con il quale il MEF può operare - sia l'impiego collateralizzato con la chiusura di contratti *reverse repo* anche con durate brevissime o pari a un giorno, che hanno permesso di sfruttare pienamente la capacità del mercato di assorbire la liquidità in eccesso del Conto Disponibilità.

Con specifico riferimento all'attività di pronti contro termine, l'attenzione alle congiunture di mercato si è manifestata nel mese di luglio con la sostituzione di 5 BTP presenti nel portafoglio titoli del Tesoro, con altrettanti 5 BTP meno liquidi e più richiesti dal mercato, per un turnover totale di 5 miliardi nominali. D'altro canto, il successo dell'operatività è stato confermato da una costante crescita dei volumi scambiati e da un ulteriore incremento nel mese di ottobre dei titoli in portafoglio, composto interamente da tranche di titoli di Stato già in circolazione del comparto BTP, che ha raggiunto un ammontare complessivo pari a 50 miliardi di euro.

Nel 2024 l'operatività in pronti contro termine continuerà a rivestire un ruolo cruciale tra gli strumenti di *cash management* a disposizione, sia sul lato della raccolta sia sul lato dell'impiego della liquidità. L'attività, grazie alla flessibilità della *facility*, sarà calibrata di volta in volta sulla base delle esigenze di cassa e del contesto di mercato. Nel corso del 2024 il Tesoro valuterà la possibilità di negoziare pronti contro termine anche senza controparte centrale tramite la sottoscrizione, specialmente con gli Specialisti in titoli di Stato, di appositi accordi, tipicamente nella forma ampiamente adoperata dal mercato del GMRA^a.

Sul lato dell'impiego, inoltre, il Tesoro potrà contare sull'operatività di impiego non collateralizzato, avvalendosi della rapidità della contrattazione su piattaforme di negoziazione e dell'efficacia in termini di volumi scambiati e controparti interessate, già sperimentate nell'anno in corso. Ci si aspetta nel corso dell'anno un ulteriore ampliamento del numero di controparti abilitate ad operare con il Tesoro al fine di minimizzare il rischio derivante da un'eccessiva concentrazione delle operazioni di impiego e di ottenere delle migliori condizioni contrattuali grazie ad una maggiore competizione.

Il Tesoro potrà infine beneficiare delle Commercial Paper (CP) quale ulteriore strumento di *cash management*, al fine di ottenere maggiore flessibilità in termini di quantità in emissione e varietà di scadenze, nonché incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine.

^a "Global Master Repurchase Agreement". Si tratta di un contratto-quadro necessario per negoziare Repo con le controparti abilitate al di fuori dei mercati regolamentati e sistemi multilaterali di negoziazione. Il contratto-quadro è uno schema contrattuale che il settore finanziario ha stilato per il tramite di una delle più importanti associazioni di categoria (ICMA).

Infine, un'altra importante novità che verrà avviata nel 2024 sarà la costituzione di un nucleo di esperti di mercato monetario designati dalle controparti ammesse all'operatività *money market* del Tesoro e la calendarizzazione di incontri periodici per rafforzare la collaborazione con tali controparti al fine di sviluppare con esse un dialogo costruttivo e permanente, principalmente orientato all'esame delle caratteristiche e dell'evoluzione del mercato. Nelle intenzioni del MEF questo ciclo di incontri potrebbe rappresentare un'occasione di approfondimento e confronto, volto a rafforzare i legami di collaborazione tra lo stesso MEF e le sue controparti di mercato, al fine di facilitare il perseguimento degli obiettivi istituzionali del MEF e a migliorare l'efficacia e l'efficienza gli strumenti di *cash management* utilizzati.

III.2 I BTP SHORT TERM

Come previsto nelle Linee Guida dello scorso anno, nel 2023, il Tesoro ha lanciato due nuovi *benchmark* sul comparto dei BTP *Short Term* e gli importi collocati si sono attestati intorno ai 31 miliardi di euro, con un calo rispetto all'anno precedente del peso del segmento sulle emissioni totali, in linea con l'obiettivo del Tesoro di attuare una graduale e progressiva riduzione delle quantità emesse sul tratto a breve della curva dei rendimenti.

Sul fronte dei rimborsi, nell'anno appena trascorso è giunto a scadenza un solo titolo per un ammontare di poco superiore ai 13 miliardi. Pertanto, considerando anche le operazioni di concambio che hanno interessato il comparto *Short Term*, le emissioni nette, come previsto ad inizio anno, sono risultate ampiamente positive.

Nel corso del 2024, il Tesoro continuerà ad offrire con regolarità i BTP *Short Term* nel ciclo d'asta ordinario di fine mese, insieme ai BTP indicizzati, e introdurrà presumibilmente due nuovi *benchmark* con tempistiche che verranno adeguatamente comunicate al mercato attraverso la pubblicazione dei Programmi Trimestrali di Emissione. Gli importi collocati potranno essere lievemente superiori rispetto a quelli dell'anno appena trascorso e saranno comunque calibrati per tener conto dell'elevato ammontare dei rimborsi previsto, con due titoli in scadenza per circa 29 miliardi di euro. Pertanto, le emissioni nette sul comparto potranno risultare solo marginalmente positive.

Infine, in continuità con quanto già avvenuto negli ultimi anni, i BTP *Short Term* potranno essere inseriti tra i titoli oggetto di eventuali operazioni di concambio o riacquisto, con l'intento di contenere l'ammontare in scadenza nel prossimo biennio.

III.3 I CCTEU

Come negli anni precedenti, anche nel 2023 il Tesoro ha dedicato particolare attenzione al sostegno del segmento CCTeu, sia attraverso una politica di emissione più flessibile nella scelta delle scadenze dei due nuovi *benchmark* collocati nel corso dell'anno, sia tramite operazioni di concambio volte ad alleggerire l'ammontare in

circolazione sulle varie scadenze e al contempo favorire un regolare e ordinato andamento delle negoziazioni sul mercato secondario.

Nel 2023 le emissioni di CCTeu sono risultate pari a circa 24,5 miliardi di euro, attestandosi su livelli superiori rispetto all'anno precedente e portando ad un aumento del peso del comparto sulle emissioni totali, in linea con le attese. Pertanto, considerando i volumi in scadenza per circa 21 miliardi e i rimborsi tramite operazioni di concambio, a fine anno le emissioni nette sono risultate marginalmente positive.

Nel 2024, il Tesoro continuerà ad avvalersi della suddetta flessibilità nella scelta delle scadenze più idonee a soddisfare le esigenze della domanda in ogni collocamento. Oltre alla normale riapertura dei titoli in circolazione, sarà collocato sul mercato almeno un nuovo titolo *benchmark* la cui scadenza, compresa tra 3 e 10 anni, verrà definita previa valutazione del contesto di mercato e delle preferenze degli investitori. Sulla base delle condizioni di mercato e della domanda, inoltre, si valuterà se lanciare il nuovo titolo attraverso il tradizionale meccanismo d'asta o ricorrere al sindacato di collocamento, come già accaduto negli ultimi anni.

Gli importi offerti mensilmente in asta saranno calibrati in modo da lasciare pressoché inalterato il peso del segmento sul volume dei titoli complessivamente in emissione. Tuttavia, tenuto conto che nel prossimo anno verranno a scadere due titoli per un ammontare di poco inferiore ai 30 miliardi, le emissioni nette sul comparto CCTeu potranno risultare negative.

Infine, come di consueto, i CCTeu potranno essere oggetto anche di operazioni di concambio e riacquisto mirate sia ad alleggerire il profilo delle scadenze nel prossimo biennio, sia ad allentare eventuali tensioni che dovessero interessare il comparto.

III.4 I BTP NOMINALI A 3 E 5 ANNI

Durante il 2023 sulla scadenza triennale del comparto dei BTP nominali, le emissioni del Tesoro si sono attestate a circa 43,5 miliardi di euro, importo superiore rispetto a quello collocato nel corso del 2022, pari a circa 37 miliardi. Nonostante questa politica di emissione, si è assistito comunque ad una lieve riduzione del peso del segmento sul totale delle emissioni dell'anno, in linea con l'obiettivo del Tesoro di contenimento delle emissioni sul tratto a breve della curva dei rendimenti.

Anche il segmento quinquennale ha visto un aumento delle emissioni lorde, che si sono attestate intorno ai 47 miliardi di euro, contro i circa 43 miliardi di euro del 2022. Analogamente alla scadenza triennale, anche per il BTP 5 anni si è comunque assistito ad una riduzione del peso del settore sul totale delle emissioni.

Rispetto al 2022, inoltre, ove il peso del BTP quinquennale è stato decisamente preponderante rispetto a quello triennale, nel 2023 si è assistito ad un maggiore bilanciamento del peso dei due settori sul totale delle emissioni.

Inoltre, in linea con le previsioni effettuate all'inizio dell'anno, sul settore triennale il significativo volume di titoli scaduti nel 2023 ha portato alla realizzazione di emissioni nette negative, mentre su quello quinquennale le emissioni nette sono risultate ampiamente positive.

Nel 2024, coerentemente con quanto avvenuto nel corso di quest'anno, i volumi in emissione su entrambi i segmenti saranno calibrati in maniera tale da mantenere il bilanciamento tra i due settori e da lasciare inalterato il peso delle emissioni sul totale delle emissioni lorde.

Su entrambi i settori si stimano volumi in emissione pressoché in linea con il 2023. Sul settore triennale del comparto, visto l'elevato ammontare di scadenze previste per il prossimo anno, pari a circa 62 miliardi di euro, si stimano emissioni nette negative.

Per quanto riguarda il settore quinquennale, si prevedono volumi in scadenza pari a circa 15 miliardi di euro. Pertanto, anche nel corso del 2024, si stimano emissioni nette ampiamente positive.

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

La modalità di offerta dei nuovi *benchmark* su tali scadenze rimarrà principalmente l'asta marginale. Sui nuovi *benchmark* a 5 anni ove le condizioni di mercato lo consentano e/o per esigenze del Tesoro non è esclusa la possibilità di avvalersi del sindacato di collocamento.

III.5 I BTP NOMINALI A 7 E 10 ANNI

Nel corso del 2023 le emissioni lorde sul BTP a 7 anni si sono attestate intorno ai 41,5 miliardi di euro, in aumento rispetto ai circa 36 miliardi di euro emessi nel 2022. Ciò nonostante, il peso della scadenza settennale sul totale delle emissioni è risultato in lieve calo rispetto al 2022. Inoltre, come previsto ad inizio anno, le emissioni nette sul segmento settennale sono risultate ampiamente positive.

Nel prossimo anno verranno a scadere due titoli settennali per un importo pari a poco oltre 32 miliardi di euro. Per quanto riguarda il volume in emissione sul BTP a 7 anni, nel 2024 esso continuerà presumibilmente ad essere in linea a quello dell'anno appena trascorso. Pertanto, si prevede un ammontare di emissioni nette positivo. Anche il peso della scadenza settennale sul totale complessivamente emesso si prevede in linea a quello dell'anno appena trascorso.

Nel 2023 sul segmento decennale sono stati emessi circa 59 miliardi di euro, in netto incremento rispetto ai circa 40 miliardi di euro emessi nel 2022, con un conseguente aumento del peso della scadenza decennale sul totale delle emissioni effettuate nell'anno. Il BTP a 10 anni ha infatti assorbito gran parte della riduzione del peso delle emissioni sulla parte a breve termine della curva BTP, continuando dunque a mantenere il suo ruolo di punto di riferimento per l'intera curva di rendimenti nominali italiana, anche ai fini dell'allungamento della vita media del debito. Per quanto riguarda le emissioni nette, come previsto ad inizio anno, queste sono risultate ampiamente positive.

Nel corso del 2024 verranno a scadere tre BTP decennali per un ammontare complessivo pari a circa 62 miliardi di euro, in significativo aumento rispetto alle scadenze del 2023. Per quanto riguarda il volume di emissioni, questo potrà risultare in linea o solo lievemente inferiore a quello dell'anno appena trascorso, e con esso anche il peso che il BTP decennale avrà rispetto al totale delle emissioni. Pertanto, sul segmento decennale della curva BTP si stimano emissioni nette negative.

Le nuove linee che verranno emesse nel corso del prossimo anno saranno annunciate all'interno dei Programmi Trimestrali di Emissione. Per il segmento settennale si prevede che siano offerti almeno due nuovi titoli *benchmark*, mentre sul segmento decennale sarà offerto almeno un nuovo titolo. La modalità che il Tesoro prediligerà per il lancio di nuovi *benchmark* continuerà ad essere l'asta ordinaria ma ove le condizioni di mercato o le necessità di provvista del Tesoro lo rendano necessario non è escluso si possa ricorrere al sindacato di collocamento.

Come di consueto, prima di decidere circa l'apertura di un nuovo titolo, sarà effettuata un'approfondita analisi del contesto di mercato, della capacità dello stesso di recepire un nuovo *benchmark* - normalmente per volumi superiori rispetto alle ordinarie riaperture - e per verificare se il flottante complessivo dei titoli in corso di emissione sia tale da garantire anche una eventuale riapertura in momenti successivi, come *off-the-run* in asta o in operazioni di concambio.

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

Anche nel 2023 le emissioni di nuovi titoli *benchmark* sul segmento a lungo termine hanno avuto un ottimo riscontro presso gli investitori finali. Il Tesoro nei primi mesi dell'anno è riuscito a collocare tramite sindacato due nuovi *benchmark* rispettivamente sulle scadenze a 20 e 30 anni. Nel complesso sono stati collocati circa 33 miliardi di euro sul tratto a lungo termine, importo lievemente superiore rispetto ai 31 miliardi emessi nel 2022, con una leggera riduzione del peso della parte lunga sul totale emesso nel corso dell'anno.

In linea con gli anni passati, anche nel 2024 la politica di emissione sul tratto a lungo termine continuerà ad incentrarsi sul fornire liquidità a tutti gli strumenti disponibili attraverso collocamenti che saranno condotti con regolarità e continuità. Nelle aste di metà mese, il Tesoro offrirà al mercato almeno uno dei titoli con scadenza compresa tra 15 e 50 anni, scegliendo di volta in volta sulla base di valutazioni che terranno conto delle informazioni acquisite - attraverso canali diretti e indiretti

- con gli investitori e con gli operatori più attivi su questi strumenti e considerando le dinamiche degli scambi sul mercato secondario.

Nel 2024 le emissioni lorde sul tratto a lungo termine della curva BTP potrebbero attestarsi su livelli superiori rispetto a quelli del 2023; pertanto, anche il peso che i BTP nominali a lungo termine avranno sul totale delle emissioni si stima in lieve aumento rispetto all'anno appena trascorso. In ogni caso, considerando l'assenza di scadenze di titoli sui segmenti a 15, 20 e 30 anni, il Tesoro prevede su tali scadenze di effettuare emissioni nette positive. Per il BTP a 50 anni, il Tesoro si riserva la possibilità, qualora se ne ravveda l'opportunità e a seguito di approfondite analisi di mercato, di riaprire i titoli esistenti sia tramite asta ordinaria sia attraverso sindacato di collocamento.

Il Tesoro, inoltre, valuterà l'opportunità di emettere tramite sindacato di collocamento nuovi titoli sulle varie scadenze *benchmark* di questo comparto, laddove le condizioni del mercato e della domanda si rivelino favorevoli. Come di consueto, data la natura dell'operazione svolta via sindacato e al di fuori del calendario d'asta, l'annuncio di nuovi titoli nel comparto avverrà tramite comunicati stampa e non saranno presenti all'interno del Programma Trimestrale di Emissione.

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

Il 2023 è stato anch'esso caratterizzato da elevati livelli di inflazione, sebbene siano emersi segnali di rallentamento in larga parte dovuto alla graduale normalizzazione dei prezzi delle materie prime e dell'energia nonché agli effetti delle politiche monetarie restrittive delle Banche Centrali. In tale contesto, il Tesoro ha continuato a garantire la sua presenza sul comparto dei titoli indicizzati con un volume di emissioni di poco superiore ai 19 miliardi di euro, in crescita rispetto all'anno precedente. Tuttavia, considerato l'elevato ammontare dei rimborsi nel corso dell'anno, pari a oltre 36 miliardi, le emissioni nette sul comparto sono risultate ampiamente negative, in linea con le previsioni.

Nel 2023, inoltre, è stato emesso tramite sindacato un nuovo titolo *benchmark* a 15 anni, per un ammontare di 4 miliardi di euro, riscontrando una domanda molto favorevole, a conferma dell'ampio gradimento degli investitori verso questa tipologia di strumenti.

Nel corso del prossimo anno verrà a scadere un solo BTP€i a dieci anni per un ammontare rivalutato di circa 16,5 miliardi, importo significativamente inferiore rispetto a quello scaduto nel 2023. Per quanto riguarda i volumi da collocare, il Tesoro prevede di essere presente sul mercato con un ammontare e una quota di emissioni superiore rispetto all'anno appena trascorso. Considerando il volume in scadenza, pertanto, si stimano emissioni nette positive sul comparto.

Anche nel 2024, il Tesoro offrirà al mercato BTP indicizzati all'inflazione con regolarità, distribuendo mensilmente i volumi sulle varie scadenze della curva dei rendimenti reali e tenendo conto dell'evoluzione del contesto macroeconomico e della domanda, nonché dell'andamento complessivo di questa tipologia di titoli a livello europeo.

La possibilità di introdurre nuovi *benchmark* sarà valutata tenendo conto delle condizioni dei singoli titoli già in circolazione, sia in termini di flottante raggiunto da ciascuno di essi che in termini di vita residua. La modalità di collocamento dei nuovi titoli con durata pari o maggiore a dieci anni sarà, come di consueto, il sindacato di collocamento.

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

III.8 I TITOLI DEDICATI AI RISPARMIATORI RETAIL

Come noto il Tesoro da diversi anni persegue una politica di gestione del debito finalizzata tra l'altro ad ampliare il coinvolgimento dei piccoli investitori al dettaglio, che hanno la possibilità o necessità di investire somme anche contenute nella detenzione diretta di titoli di Stato. In un contesto di tassi di interesse storicamente molto bassi e di forte sviluppo di strumenti alternativi proposti dall'industria finanziaria, come quello che ha caratterizzato l'ultimo decennio, il perseguimento di questo obiettivo è stato complesso e in effetti la quota dei titoli di Stato in mano a questi investitori in anni recenti è rimasta molto bassa. A partire dal 2022, si è notata una prima inversione di tendenza, con questa quota che è tornata lievemente a salire nonostante la sottostante continua crescita dello stock di debito. A questa evoluzione, oltre all'andamento dei tassi di interesse, hanno sicuramente contribuito gli strumenti dedicati a questi risparmiatori che il Tesoro ha introdotto nell'ultimo decennio, quali il BTP Italia, il BTP Futura e il BTP Valore lanciato nel corso di quest'anno.

Durante il prossimo anno, in considerazione dell'ottimo riscontro ricevuto dal mercato sulle emissioni dedicate al pubblico dei risparmiatori *retail*, il Tesoro continuerà a proporre questi strumenti, tenuto conto anche del generale contesto di tassi di interesse più elevati rispetto al recente passato.

Riguardo il **BTP Valore**, la nuova famiglia di titoli di Stato dedicata esclusivamente ai risparmiatori individuali e affini, il Tesoro ha effettuato due emissioni nel corso del 2023, nei mesi di giugno e ottobre, per un ammontare complessivo pari a oltre 35 miliardi, riscontrando un vasto apprezzamento da parte del mercato.

Questa nuova classe di titoli può avere diverse strutture finanziarie e nel 2024, ove se ne riscontrino le condizioni ed in ragione delle esigenze di finanziamento, il Tesoro valuterà l'opportunità di effettuare una o più emissioni di BTP Valore, riservandosi massima discrezionalità nel valutare in prossimità del collocamento la struttura finanziaria più opportuna circa la scadenza, tipologia e periodicità di pagamento delle cedole e il premio extra finale di fedeltà, riservato agli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza.

Con riferimento al **BTP Italia**, nel corso del 2023, in considerazione delle dinamiche inflazionistiche, il Tesoro ha mantenuto il suo impegno nel fornire ai risparmiatori *retail* uno strumento di protezione dall'inflazione, contribuendo ad allargare l'interesse verso una partecipazione diretta al debito pubblico da parte di un

numero crescente di piccoli risparmiatori. Nel corso dell'anno è stata infatti effettuata un'emissione di BTP Italia, per un ammontare complessivo di quasi 10 miliardi. Considerando i rimborsi di tre titoli in scadenza nell'anno per un ammontare complessivo di circa 25 miliardi e le operazioni di concambio che hanno interessato il comparto, le emissioni nette sono state ampiamente negative.

Nel 2024 verranno invece a scadenza due BTP Italia per complessivi 12 miliardi di euro circa. Tenuto conto dei volumi in scadenza, al fine di continuare a soddisfare la domanda degli investitori istituzionali e *retail* e di fornire uno strumento ormai consolidato di protezione dei loro risparmi, il Tesoro valuterà l'opportunità di effettuare una o più emissioni di BTP Italia nel corso dell'anno, riservandosi la massima flessibilità nella scelta della scadenza più opportuna per il nuovo titolo.

In ogni caso, i titoli eventualmente offerti nel corso del prossimo anno manterranno l'indicizzazione legata al tasso di inflazione nazionale e un premio fedeltà per gli investitori *retail* che acquistano il titolo all'emissione e lo detengono fino a scadenza.

Infine, in linea con quanto già avvenuto negli ultimi anni, il Tesoro si riserva di approfondire la possibilità di ricorrere ad operazioni straordinarie di gestione degli importi di BTP Italia in scadenza negli anni successivi, mediante operazioni di riacquisto o concambio, valutando la modalità più efficiente per la loro esecuzione. Tali operazioni potranno essere utilizzate anche per fornire un adeguato sostegno alla liquidità e all'efficienza del mercato secondario dei titoli di tale comparto qualora dovessero verificarsi condizioni di mercato che richiedano un intervento in tale direzione.

Per quanto riguarda il **BTP Futura**, il titolo di Stato riservato esclusivamente al mercato *retail*, introdotto per la prima volta nel 2020 per finanziare i provvedimenti varati dal Governo per fronteggiare la crisi da Covid-19, il Tesoro non ha ritenuto opportuno effettuare nuove emissioni nel corso del 2023.

Nel 2024, la possibilità di effettuare un nuovo collocamento verrà valutata attentamente sulla base delle condizioni di mercato e della domanda verso lo strumento.

Come per le precedenti emissioni, i BTP *retail* saranno emessi direttamente sulla piattaforma MOT, il mercato elettronico regolamentato di Borsa Italiana dedicato agli scambi al dettaglio, avvalendosi del supporto alla raccolta ordini di banche dealer scelte direttamente dal Tesoro tra gli Specialisti in titoli di Stato. Inoltre, mentre per il BTP Italia è normalmente prevista una fase di emissione ad hoc separata e successiva per gli investitori istituzionali, per il BTP Valore e Futura, trattandosi di un titolo riservato esclusivamente ai risparmiatori individuali e affini, questa fase non sarà prevista.

III.9 I BTP GREEN

Alla luce del positivo, vasto riscontro ricevuto dalla platea degli investitori in occasione per i primi due BTP *Green* emessi nel corso del 2021 e 2022, lo scorso

aprile ha avuto luogo l'emissione sindacata del terzo BTP *Green* con scadenza 30 ottobre 2031, per un importo pari a 10 miliardi di euro.

Anche in tale contesto, si è riconfermato l'interesse degli investitori ESG (*Environmental, Social and Governance*) che hanno sottoscritto circa i due terzi del collocamento e la cui domanda complessiva ha raggiunto i 53 miliardi di euro. Inoltre, per fornire un adeguato sostegno alla liquidità sul mercato secondario, è stato riaperto tramite asta marginale sia a marzo che ad ottobre il secondo BTP *Green* con scadenza 30 aprile 2035, emesso nel 2022.

I proventi delle emissioni di BTP *Green* sono destinati alla copertura del *pool* di spese sostenibili presenti nel Bilancio dello Stato relativo all'anno di emissione e ai consuntivi dei tre anni precedenti. Così come per la precedente emissione, la selezione delle spese è stata effettuata nell'ambito dell'apposito Quadro di riferimento per le emissioni del BTP *Green* (Green Bond Framework - GBF) pubblicato il 25 febbraio 2021, elaborato in aderenza ai *Green Bond Principles* redatti dall'ICMA (*International Capital Market Association*). Inoltre, ove possibile, si è cercato di allinearsi ai criteri sottostanti la Tassonomia UE ai sensi del Regolamento UE 2020/852.

In linea con le *best practice* internazionali e con i criteri ICMA lo scorso giugno il Tesoro ha pubblicato il Rapporto di Allocazione e Impatto BTP *Green* 2023, in cui viene illustrata, l'allocazione dei proventi raccolti con le emissioni di titoli di Stato verdi avvenute nel 2022. Inoltre, il documento fornisce una stima del positivo impatto ambientale degli interventi resi possibili dalle spese rendicontate, attraverso l'utilizzo di indicatori sia fisici di risultato, che di impatto ambientale. Laddove la complessità dell'intervento finanziato non consente una puntuale quantificazione dell'impatto ambientale, il Rapporto di Allocazione e Impatto BTP *Green* 2023 offre una approfondita analisi di contesto, nella quale vengono presentati gli elementi di dettaglio quantitativi e qualitativi che caratterizzano i settori interessati dallo stanziamento.

Il 2024 sarà caratterizzato da sviluppi significativi per questo mercato. Da un lato, continuerà ad essere sempre più quantitativamente rilevante lo sforzo per la transizione ecologica ed energetica messo in atto dai paesi, con conseguenze significative in termini di necessità di provvista finanziaria da raccogliere sul mercato; dall'altro, soprattutto a livello europeo, inizieranno a farsi sentire gli effetti dell'evoluzione normativa tesa a favorire la canalizzazione di investimenti da parte di risparmiatori e intermediari verso progetti e spese volti a realizzare la suddetta transizione. In questo contesto sono stati sviluppati i nuovi *standard* per le emissioni di titoli *green*, con l'entrata in vigore a fine anno del nuovo Regolamento europeo che introduce i *Green Bond Standard* dell'Unione Europea.

Questi sviluppi sono oggetto di attento monitoraggio da parte del Tesoro, il cui obiettivo sarà quello di consolidare la sua presenza su questo mercato, effettuando scelte che, da un lato, vadano incontro alle preferenze degli investitori e, dall'altro, consentano di fare emergere in modo sempre più efficace l'impegno dello Stato italiano, mediante le risorse del suo bilancio, per le finalità dell'Agenda 2030 delle Nazioni Unite.

Nel 2024 in relazione all'evoluzione delle condizioni di mercato ed in ragione delle esigenze di finanziamento, il Tesoro proseguirà con il suo programma di emissioni di BTP *Green* per volumi allineati alla media di questi tre anni di emissione,

fornendo liquidità ai titoli esistenti e valutando la possibilità di collocare un nuovo titolo mediante sindacato.

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

Al fine di gestire l'esposizione ai principali rischi dello stock di debito in circolazione e contribuire all'efficienza del mercato secondario, nel 2024, così come per gli anni scorsi, il Tesoro ricorrerà alle operazioni straordinarie di *Liability Management*, tenendo conto e con una frequenza dettata dalle condizioni del mercato. Come di consueto, a tali operazioni potranno partecipare esclusivamente gli Specialisti in titoli di Stato e, di norma, si terranno nelle settimane libere dalle aste di titoli già calendarizzate.

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

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

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

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

Nel corso del 2024 gli strumenti finanziari derivati continueranno ad essere un utile strumento ancillare alla politica di emissione, per la gestione del rischio delle passività del Tesoro. La strategia in derivati per il prossimo anno sarà declinata al fine di ridurre il rischio di tasso di interesse e di tasso di cambio connessi alla politica di diversificazione delle emissioni, contribuendo così ad ottimizzare il profilo costo-rischio della strategia di emissione in un orizzonte temporale di medio-lungo periodo.

Il contesto di mercato dell'anno che volge al termine è stato contraddistinto da tassi *swap* estremamente volatili, ma comunque contenuti su base storica, ed

invertiti nel segmento a lungo termine della curva. Se tali tendenze dovessero persistere anche il prossimo anno il Tesoro potrebbe ipotizzare di perseguire una strategia di utilizzo dei derivati volta alla mitigazione del rischio di tasso tenendo conto dell'esposizione esistente sul portafoglio titoli, soprattutto via BOT e CCTeu.

Contestualmente, il Tesoro proseguirà nella consueta attività di monitoraggio degli IRS in essere per decidere eventuali interventi sulle loro caratteristiche finanziarie, se in linea con la complessiva strategia di emissione e gestione del debito pubblico. Pertanto, le scelte operative saranno precedute da un'accurata analisi economico-statistica, nonché di aderenza di ciascuna transazione nell'ambito della gestione delle passività. Si potrà quindi procedere alla rinegoziazione di alcune posizioni esistenti con lo scopo primario di migliorarne l'impatto contabile sull'onere per interessi e/o sul livello del debito.

Da ultimo, per quanto concerne la gestione dei rischi legati all'eventuale attività di emissione in valuta non domestica, il Tesoro continuerà a proteggersi ricorrendo allo strumento del *cross currency swap*, che permette di trasformare le passività emesse in valuta estera in passività "sintetiche" denominate in euro, contenendone il costo economico-finanziario e neutralizzando l'impatto della volatilità del tasso di cambio per l'intera vita dei titoli.

V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI

Nel corso degli ultimi anni, il Tesoro è stato presente sui mercati internazionali mediante emissioni effettuate attraverso i programmi *Global Bond* e *Medium Term Note*, con il fine di incrementare la platea di investitori istituzionali e contenere i costi di finanziamento rispetto alle “tradizionali” emissioni sui mercati domestici.

Il canale *Global Bond*, riservato ad investitori di elevato profilo istituzionale e distribuiti in diverse aree geografiche ha permesso in passato di differenziare la base dei detentori dei titoli e di rafforzare il collegamento con alcuni investitori, soprattutto statunitensi ed asiatici.

Tuttavia, le differenti tempistiche nelle manovre sui tassi tra FED e BCE nel corso dell’anno hanno fortemente contribuito alla debolezza del cambio euro-dollaro, con un impatto anche sui contratti di *cross currency swap*. Tale dinamica del tasso di cambio, unitamente all’elevata volatilità degli swap spread, ha quindi reso relativamente più onerosa la raccolta in valuta estera rispetto a quella domestica e, pertanto, il Tesoro negli ultimi due anni ha ritenuto opportuno non effettuare operazioni di finanziamento sui mercati internazionali attraverso il canale *Global Bond*.

Per il prossimo anno, il Tesoro continuerà a monitorare l’andamento del mercato valutando la possibilità di offrire nuovi *benchmark*, eventualmente anche su scadenze non convenzionali. In ogni caso, la scelta di emettere nuove linee sarà subordinata al ritorno di condizioni di costo più favorevoli e terrà conto sia dell’evoluzione della domanda di mercato sia della *performance* dei titoli esistenti, con particolare attenzione ai differenziali di rendimento rispetto ai livelli dei titoli domestici di pari scadenza.

L’emissione di uno o più titoli - *single* o *multi-tranche* - avverrà tramite il consueto canale dei sindacati di collocamento, con la partecipazione di alcuni Specialisti in titoli di Stato in qualità di *lead managers* e degli altri Specialisti in veste di *co-lead managers*. Il Tesoro si riserva, inoltre, la possibilità di riaprire titoli esistenti con il fine di favorire un ottimale funzionamento del mercato secondario e soddisfare specifiche esigenze di domanda da parte degli investitori.

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

La principale finalità di tali emissioni è riconducibile alla fidelizzazione dell’investitore, nonché all’eventuale riduzione dei costi di finanziamento rispetto ai titoli domestici di pari scadenza e con caratteristiche simili.

Nel corso del 2023, il Tesoro ha concluso due nuovi piazzamenti privati nell’ambito del canale *Medium Term Note Program*. In particolare, sono state emesse rispettivamente nel mese di marzo e maggio due note CMS (*Constant Maturity Swap*)

su *reverse enquiry* di investitori finali. Al tempo stesso, il Tesoro ha concluso con le stesse controparti degli swap per riportare sinteticamente i bond a pagare flussi analoghi a quelli di un titolo a cedola fissa di pari scadenza meno un arbitraggio, determinando quindi un risparmio per il Tesoro rispetto all'emissione di un BTP di pari scadenza.

In continuità con gli anni precedenti, non sono state effettuate operazioni di *Commercial paper*.

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

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

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