



Dipartimento
del Tesoro

A cura della direzione II

Linee guida della gestione del debito pubblico 2025



© Ministero dell'Economia e delle Finanze, 2024
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 2025 ..	6
I.1 Considerazioni introduttive: i dati di consuntivo del 2024 e quelli programmatici per il 2025	6
II. IL PROGRAMMA DI EMISSIONE DEI TITOLI COLLOCATI MEDIANTE ASTA PUBBLICA.....	8
II. 1 Le Comunicazioni del Tesoro: il Calendario Annuale, i Programmi Trimestrali e i Comunicati di Emissione	8
II.2 La periodicità dei collocamenti in asta delle diverse tipologie di titoli	10
III. I TITOLI NOMINALI A TASSO FISSO E VARIABILE	12
III. 1 I BOT e la gestione della liquidità	12
III.2 I BTP <i>SHORT TERM</i>	13
III.3 I CCTEU	14
III.4 I BTP nominali a 3 e 5 anni	14
III.5 I BTP nominali a 7 e 10 anni	15
III.6 I BTP nominali a lungo termine (15, 20, 30 e 50 anni)	16
III.7 I BTP indicizzati all'inflazione europea (BTP€i)	17
III.8 I TITOLI DEDICATI AI RISPARMIATORI <i>RETAIL</i>	18
III.9 I BTP <i>GREEN</i>	19
IV. LE OPERAZIONI DI LIABILITY MANAGEMENT: CONCAMBI, RIACQUISTI, EMISSIONI TAP E DERIVATI	21
V. LE EMISSIONI SUI MERCATI INTERNAZIONALI.....	23

INDICE DELLE TAVOLE E DELLE FIGURE

Tavola 2.1 – CALENDARIO ANNUNCIO ASTA E DATA DI REGOLAMENTO 9

Tavola 2.2 – PERIODICITÀ DELLE ASTE 11

PREMESSA

Il Dipartimento del Tesoro presenta le Linee Guida per la gestione del debito pubblico per l'anno 2025. 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 sui piani di emissione nei diversi comparti e 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 2024, nel contesto dell'andamento dei mercati finanziari e della finanza pubblica del periodo, si rimanda al Rapporto Annuale sulla gestione del debito pubblico del 2024 che verrà pubblicato durante il 2025.

I. LA POLITICA DI EMISSIONE E GESTIONE DEL DEBITO PER IL 2025

I.1 CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE: I DATI DI CONSUNTIVO DEL 2024 E QUELLI PROGRAMMATICI PER IL 2025

Il 2024 ha visto dispiegarsi gli effetti delle politiche monetarie messe in atto dalle banche centrali per contenere l'inflazione che, iniziando a tornare verso i livelli *target* delle autorità monetarie, ha consentito a queste ultime di avviare una graduale riduzione dei tassi di riferimento. In questo contesto di politica monetaria il Tesoro ha provveduto a finanziare con il ricorso al mercato sia il rimborso del debito in scadenza che il nuovo fabbisogno di cassa dello Stato maturato durante l'anno.

L'attività di emissione del Tesoro è stata molto sostenuta durante tutto l'anno, e infatti anche nella seconda metà sono state effettuate due operazioni sindacate sulla parte lunga della curva, con il lancio del nuovo *benchmark* a 30 anni a inizio settembre e la sua riapertura in sindacato *dual-tranche* a ottobre insieme al lancio del nuovo *benchmark* a 7 anni.

La riduzione dei tassi di mercato e della componente di indicizzazione ai prezzi ha prodotto una diminuzione del costo medio all'emissione, che nel 2024 è stato pari al 3,40%, 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 2,99%.

Nel 2024 sono state effettuate emissioni di titoli a medio-lungo termine per un totale di poco inferiore ai 377 miliardi di euro, di cui 16 in concambio. Di conseguenza, le emissioni al netto dei concambi sono state pari a 361 miliardi di euro. Le emissioni BOT sono risultate pari a circa 171 miliardi di euro.

La vita media del debito alla fine del 2024, relativamente allo *stock* di titoli di Stato, è stata pari a 7 anni (7,35 anni se si considerano anche i prestiti nell'ambito dei Programmi *SURE* e *NGEU*), dato lievemente superiore a quello di fine 2023, pari a 6,97 anni.

Nel 2025 le esigenze di finanziamento saranno determinate dalle scadenze dei titoli in circolazione che, al netto dei BOT, saranno pari a circa 234 miliardi di euro e dal nuovo fabbisogno del settore statale dell'anno che, in base alle stime di finanza pubblica dovrebbe attestarsi intorno ai 135 miliardi di euro.

Tenendo conto dei prestiti del pacchetto *NGEU* e dell'attività di gestione delle disponibilità di cassa, si prevedono emissioni lorde complessive di titoli a medio lungo termine in un intervallo compreso tra i 330 ed i 350 miliardi di euro, quindi in riduzione rispetto a quelle del 2024.

In questo contesto, la politica di emissione e gestione del debito nel 2025 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) continuare a sostenere le 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 strumenti con nuove caratteristiche finanziarie;

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* (concambi e riacquisti), 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 2024 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 della Direzione del Debito Pubblico nel 2025 sarà come sempre volta a perseguire la massima trasparenza nella definizione della strategia e delle specifiche scelte di emissione. L'obiettivo della trasparenza verrà comunque temperato con l'opportunità di riservarsi alcuni elementi di flessibilità necessari a 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, qualora 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.

Nella *home page* del sito del Debito Pubblico (www.debitopubblico.it) sarà pubblicato il Calendario Annuale contenente le informazioni relative alle date di svolgimento delle aste dei titoli di Stato in programma nel 2025 (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, verranno pubblicati i Programmi Trimestrali di Emissione che riportano aggiornamenti relativi al volume atteso 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 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, i soggetti che possono prendere parte 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 2025 prevede inoltre 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 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 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, nel caso di nuovi titoli, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e segmento scende dal 22,5% al 15%, mentre la quota legata alla *performance* sul mercato secondario elettronico di riferimento (il mercato *inter-dealer* selezionato per la valutazione degli Specialisti in titoli di Stato) sale dal 7,5% al 15%; per le *tranche* successive, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle aste precedenti scende dal 7,5% al 5%, mentre la quota legata alla *performance* sul mercato secondario sale dal 7,5% al 10%.

Nei casi in cui il Tesoro decida di avvalersi della facoltà di aumentare la quota delle riaperture dei titoli nominali e indicizzati all’inflazione di un ulteriore 5%, tale decisione verrà resa nota nei comunicati stampa recanti l’annuncio delle aste ordinarie. Per quanto concerne la metodologia di calcolo, nel caso in cui il Tesoro ricorra alla facoltà d’incrementare l’importo del collocamento supplementare dal 15% al 20%, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle ultime tre aste relative alla stessa tipologia di titolo e di segmento scende al 5%, mentre la quota legata alla *performance* ottenuta sul mercato secondario elettronico di riferimento sale al 15%.

Con riferimento ai collocamenti supplementari dei BOT, in continuità con lo scorso anno, le quote delle riaperture riservate agli Specialisti continueranno ad essere di norma pari al 10% dell’ammontare nominale offerto nell’asta ordinaria. Tuttavia, la quota da assegnare ad ogni operatore in proporzione a quanto sottoscritto nelle aste precedenti scende dal 5% al 2,5%, mentre la quota legata alla *performance* sul mercato secondario sale dal 5% al 7,5%.

Eventuali variazioni alla quota del 10% per i collocamenti supplementari dei BOT saranno valutate di volta in volta sulla base delle condizioni di mercato e di

domanda espressa dagli operatori, nonché per finalità di gestione del debito, sempre in linea con l'esigenza di ottimizzare i volumi complessivamente emessi su questo segmento.

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

Nel 2025, la cadenza dei cicli d'asta nei quali saranno offerti i titoli di Stato, sia per le tornate di metà mese che per quelle di fine mese, non subirà modifiche.

Per il comparto BOT, i titoli con scadenza a 12 mesi e quelli con scadenza 6 mesi 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, 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 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 2025, 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.

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 sul rendimento 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 prossimo anno, il Tesoro continuerà a emettere sul mercato primario su base mensile i BOT a 6 e 12 mesi, rispettivamente a fine e metà mese, con importi che saranno calibrati in modo da tener conto della domanda di mercato e delle valutazioni degli investitori rispetto ai punti specifici della curva *money market*.

Per l'anno 2025 le emissioni dei titoli BOT saranno complessivamente in linea con i rimborsi in scadenza (attualmente pari a 130,5 miliardi di euro a cui dovranno aggiungersi gli eventuali rinnovi dei titoli semestrali emessi nel corso del 2025), e saranno tali da assicurare una liquidità sufficiente per ciascun titolo sul mercato secondario.

In aggiunta all'offerta regolare dei titoli sulle scadenze a 6 e 12 mesi, il Tesoro valuterà l'opportunità di effettuare eventuali riaperture di titoli *off the run* qualora si manifestassero tensioni sul mercato *cash* o *repo*. In caso di specifiche esigenze di gestione della liquidità, il Tesoro - come di consueto - valuterà anche eventuali emissioni di BOT trimestrali, o c.d. BOT flessibili. Quest'ultima tipologia potrà essere emessa sia nelle tornate di metà mese, insieme al BOT annuale, sia in quelle di fine mese, affiancando le emissioni dei BOT semestrali, come prime *tranche* o riapertura successiva.

Anche nel 2025 si confermano le novità introdotte negli ultimi due anni: dato il positivo riscontro degli operatori, il Tesoro continuerà ad offrire nuovi BOT semestrali a mesi alterni, con la riapertura dello stesso titolo tendenzialmente nella tornata d'asta successiva.

Per tutte le tipologie di BOT, il Tesoro continuerà ad avvalersi del sistema di asta competitiva. Di norma 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.

Per quanto riguarda l'attività di gestione della liquidità (c.d. *cash management*), nel 2025, il Tesoro continuerà a fare uso dei consolidati strumenti dei pronti contro termine e dell'attività in depositi non collateralizzati.

Grazie alla sua flessibilità, l'attività in pronti contro termine, sia in raccolta (*repo*) che in impiego (*reverse repo*), sarà eseguita sulla base delle esigenze specifiche di cassa del Tesoro, del contesto di mercato e del coordinamento con gli altri strumenti utilizzati. Un'importante novità partirà nel corso del 2025: il Tesoro potrà effettuare negoziazioni in pronti contro termine senza l'ausilio della controparte centrale (CCP) con gli Specialisti e gli istituti bancari iscritti nel "*Elenco delle con-*

troparti ammesse all'operatività in Money Market", previa sottoscrizione dell'accordo del "Global Master Repurchase Agreement" (c.d. GMRA). Attraverso tale strumento, il Tesoro potrà allargare il perimetro di utilizzo dei pronti contro termine, ampliando il numero di potenziali controparti nonché il tipo di collaterale utilizzabile che in questa prima fase viene esteso ai titoli di Stato dell'area dell'Euro nonché ai titoli di debito emessi dall'Unione Europea, con l'obiettivo di rendere più efficiente l'attività di *cash management*.

Con riferimento all'attività di impiego della liquidità, il Tesoro continuerà ad effettuare sia operazioni di *reverse repo*, che consentono una contrattazione rapida su piattaforme di negoziazione ed una maggiore efficacia in termini di volumi scambiati, sia i depositi non collateralizzati, grazie ai quali è possibile effettuare un impiego della liquidità su scadenze più lunghe e a tassi più vantaggiosi. L'obiettivo del Tesoro, in linea con gli anni passati, sarà investire la liquidità alle migliori condizioni economiche possibili cercando di minimizzare il rischio, anche attraverso una maggiore competizione e diversificazione delle operazioni di impiego.

L'attenzione al rischio è ulteriormente testimoniata dalla recente revisione del decreto di gestione della liquidità, teso a rafforzare gli strumenti di monitoraggio della solvibilità e della liquidità delle controparti, che dovranno comunicare al Tesoro almeno trimestralmente una serie di dati, tra i quali: il patrimonio di vigilanza, i coefficienti di solvibilità e i coefficienti di leva finanziaria.

Anche per il 2025, sarà riproposta la calendarizzazione degli incontri periodici con gli esperti *money market*, per rafforzare la collaborazione e sviluppare un dialogo costruttivo e permanente, principalmente finalizzato all'analisi dell'evoluzione del mercato monetario, al perseguimento degli obiettivi istituzionali del Tesoro e al miglioramento dell'efficacia e dell'efficienza degli strumenti di *cash management* utilizzati.

Il Tesoro potrà infine valutare emissioni di *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 di incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine, qualora si presentino le opportunità dal punto di vista della domanda finale.

III.2 I BTP SHORT TERM

Nel corso del 2025, 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. Tuttavia, la strategia del Tesoro sarà improntata a una graduale riduzione del peso del comparto BTP *Short Term* sul totale delle emissioni, con conseguente redistribuzione dei volumi sulle scadenze di medio termine. In quest'ottica, gli importi collocati nel 2025 potranno essere inferiori rispetto a quelli

dell'anno appena trascorso e le emissioni nette sul comparto potranno risultare marginalmente negative.

Comparto	Scadenze (mld)	Emissioni lorde vs 2024	Emissioni nette
BTP Short Term	30,122	Inferiori	Negative

Infine, in continuità con quanto già avvenuto negli ultimi anni, i BTP *Short Term* potranno essere oggetto di eventuali operazioni di riacquisto (sia in via diretta che mediante concambi), con l'intento di contenere l'ammontare in scadenza nel prossimo biennio.

III.3 I CCTEU

Nel 2025, il Tesoro continuerà ad avvalersi della 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.

Gli importi offerti saranno calibrati per tener conto che nel prossimo anno verranno a scadere tre titoli per un ammontare di poco superiore ai 40 miliardi. In ragione di ciò, le emissioni nette sul comparto CCTeu sono previste essere negative.

Comparto	Scadenze (mld)	Emissioni lorde vs 2024	Emissioni nette
CCTeu	40,283	Superiori	Negative

Infine, come di consueto, i CCTeu potranno essere oggetto 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

Nel 2025, coerentemente con quanto avvenuto nell'ultimo anno, i volumi da collocare sulle scadenze triennale e quinquennale dei BTP saranno calibrati in maniera tale da mantenere il bilanciamento tra i due comparti.

Su entrambi i segmenti si stimano ammontari in emissione inferiori rispetto al 2024, con conseguente lieve diminuzione del peso dei due comparti sul totale delle emissioni lorde. Tuttavia, visto l'ammontare delle scadenze previste per il prossimo anno, pari rispettivamente a circa 13,5 miliardi per il settore triennale e 33 miliardi per il quinquennale, su entrambi i comparti si prevedono emissioni nette ampiamente positive, tenuto anche conto del ribilanciamento graduale dei volumi in offerta con la riduzione dei BTP *Short Term*.

Comparto	Scadenze (mld)	Emissioni lorde vs 2024	Emissioni nette
BTP 3 anni	13,426	Inferiori	Positive
BTP 5 anni	33,191	Inferiori	Positive

Per il prossimo anno, il Tesoro continuerà a garantire la regolare presenza sui due segmenti mediante la riapertura degli attuali titoli in corso di emissione fino a quando non avranno raggiunto un circolante adeguato, tale da garantire una soddisfacente liquidità sul mercato secondario. Su entrambe le scadenze, inoltre, si prevede il lancio nel corso dell'anno di almeno due nuovi titoli *benchmark*. L'opportunità e la tempistica con cui questi ultimi saranno proposti al mercato saranno valutate sulla base delle esigenze di finanziamento 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 prossimo anno, il Tesoro prevede di essere presente sul segmento settennale dei BTP nominali con volumi in emissione lievemente inferiori rispetto a quelli del 2024, con conseguente riduzione del peso del comparto sul totale delle emissioni lorde. Nel complesso, considerando che nel 2025 verranno a scadere due titoli per un importo complessivo di poco inferiori ai 34 miliardi di euro, si stimano emissioni nette positive sul comparto, tenuto anche conto del ribilanciamento graduale dei volumi in offerta con la riduzione dei BTP *Short Term*.

Con riferimento ai BTP a 10 anni, la scadenza decennale continuerà 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 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. Nel corso dell'anno, inoltre, giungeranno a scadenza due linee di BTP decennali per un ammontare complessivo pari a circa 38,5 miliardi di euro. Pertanto, sul segmento decennale della curva BTP si stimano emissioni nette positive.

Comparto	Scadenze (mld)	Emissioni lorde vs 2024	Emissioni nette
BTP 7 anni	33,763	Inferiori	Positive
BTP 10 anni	38,383	Inferiori	Positive

Con riguardo all'apertura di nuove linee, per il segmento settennale si prevede che siano offerti almeno due nuovi titoli, mentre sul segmento decennale potranno essere emessi fino a tre nuovi *benchmark*. La modalità che il Tesoro prediligerà per il lancio di nuovi titoli 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, la decisione circa l'apertura di un nuovo titolo sarà subordinata a un'approfondita analisi del contesto di mercato, della capacità dello stesso di recepire un nuovo *benchmark* 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)

In linea con gli anni passati, nel 2025 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 2025 le emissioni lorde sul tratto a lungo termine della curva BTP potrebbero attestarsi su livelli inferiori rispetto a quelli del 2024. Tuttavia, considerando l'unica scadenza sul comparto a 15 anni per circa 23,5 miliardi di euro, il Tesoro prevede di effettuare emissioni nette positive. Particolare attenzione sarà rivolta a valutare l'opportunità, la modalità e gli ammontari dell'offerta sulla scadenza a 20 anni, tenendo conto della domanda del mercato espressa anche dalle valutazioni relative lungo la curva dei rendimenti.

Comparto	Scadenze (mld)	Emissioni lorde vs 2024	Emissioni nette
BTP 15 anni	23,404	Inferiori	Negative
BTP 20 anni	-	Superiori	Positive
BTP 30 anni	-	Inferiori	Positive
BTP 50 anni	-	Superiori	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)

Per quanto riguarda i titoli indicizzati all'inflazione europea, nel corso del prossimo anno il Tesoro prevede di essere presente sul mercato con un ammontare sostanzialmente in linea con l'anno appena trascorso, mantenendo inalterato anche il peso del segmento sul totale delle emissioni lorde. Inoltre, vista l'assenza di scadenze sul comparto nel 2025, si prevedono emissioni nette ampiamente positive.

Comparto	Scadenze (mld)	Emissioni lorde vs 2024	Emissioni nette
BTP€i 5 anni	-	Inferiori	Positive
BTP€i 10 anni	-	Inferiori	Positive
BTP€i 15 anni	-	Superiori	Positive
BTP€i 30 anni	-	Superiori	Positive

Anche nel 2025, 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 e della prevista e progressiva uscita dagli indici di mercato di alcuni titoli con scadenza nel 2026.

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, valuterà l'opportunità di adottare cicli cedolari diversi dall'attuale ciclo 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. Sebbene nel recente passato, in un contesto di tassi di interesse molto bassi e di forte sviluppo di strumenti di investimento alternativi, tale obiettivo sia risultato alquanto complesso, a partire dal 2022 la quota di investitori *retail* è tornata a salire. A questa evoluzione, oltre all'andamento dei tassi di interesse, hanno sicuramente contribuito gli strumenti dedicati a questi risparmiatori introdotti nell'ultimo decennio quali il BTP Italia, il BTP Futura e il BTP Valore lanciato nel 2023.

Durante il prossimo anno, in considerazione dell'ottimo riscontro ricevuto dal mercato sulle emissioni dedicate ai 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 al **BTP Valore**, il Tesoro ha effettuato due emissioni nel corso del 2024, nei mesi di marzo e maggio, per un ammontare complessivo di poco inferiore ai 30 miliardi, in linea con le previsioni di inizio anno, riscontrando uno straordinario interesse da parte del mercato. Nel 2025, ove se ne riscontrino le condizioni ed in ragione delle esigenze di finanziamento, sarà valutata l'opportunità di effettuare una o più emissioni di BTP riservati agli investitori *retail*, riservandosi massima discrezionalità nel valutare in prossimità del collocamento la struttura finanziaria più opportuna per scadenza, tipologia, periodicità di pagamento delle cedole e il premio extra finale di fedeltà. Nell'ambito del comparto di tali BTP ciascuna emissione innovativa rispetto a quelle già effettuate finora riporterà una denominazione aggiuntiva specifica con l'obiettivo di ottenere una connotazione più definita per ogni singola emissione.

Con riferimento al **BTP Italia**, nel corso del 2024, il Tesoro non ha ritenuto opportuno effettuare nuove emissioni. Tuttavia nel 2025, considerato che verrà a scadenza un BTP Italia per circa 18,5 miliardi di euro, 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 almeno un'emissione di BTP Italia, 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 (sia in via diretta che mediante 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.

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, per il BTP Italia è normalmente prevista una fase di emissione *ad hoc* separata per gli investitori istituzionali, mentre per i titoli riservati esclusivamente ai risparmiatori individuali e affini questa fase non sarà prevista.

III.9 I BTP GREEN

In linea con gli anni precedenti, anche nel 2024 il Tesoro ha confermato la sua presenza sul segmento Green, sia con la riapertura di titoli già in circolazione mediante asta sia con l'emissione via sindacato di un nuovo *benchmark*, effettuata nel mese di maggio. Il nuovo titolo, con scadenza 30 ottobre 2037, è stato collocato per un importo pari a 9 miliardi di euro, riscontrando una forte domanda e una larga partecipazione di investitori ESG (*Environmental, Social and Governance*) che hanno sottoscritto oltre la metà dell'ammontare emesso.

I proventi delle emissioni di BTP Green sono destinati alla copertura del pool di spese con positivo impatto ambientale presenti nel Bilancio dello Stato relativo all'anno di emissione e ai consuntivi dei tre anni precedenti.

La selezione delle spese è stata effettuata nel rispetto dell'apposito Quadro di riferimento per le emissioni dei titoli di Stato verdi (*Green Bond Framework - GBF*) pubblicato nel 2021, redatto in conformità ai principi standard riconosciuti a livello internazionale (*Green Bond Principles*) ed elaborati dall'ICMA (*International Capital Market Association*) e in coerenza con gli obiettivi ambientali stabiliti nella Tassonomia europea delle attività ecosostenibili (Reg. UE n. 852/2020).

Il GBF è stato oggetto di valutazione indipendente da parte di un organismo di valutazione selezionato dal MEF, che ha rilasciato apposita certificazione esterna (*Second Party Opinion*).

In linea con le best practice internazionali e i principi ICMA, come nei due anni precedenti, anche lo scorso giugno il Tesoro ha pubblicato il Rapporto di Allocazione e Impatto BTP Green 2024. Il documento illustra l’allocazione dei proventi raccolti con le emissioni di titoli di Stato verdi nel 2023, gli interventi identificati come green finanziati con le suddette emissioni e gli impatti ambientali conseguenti alla loro realizzazione. Anche tale Rapporto è stato sottoposto ad un processo di certificazione (*External Review*) condotto da un revisore esterno indipendente.

Anche nel 2025, questo segmento di mercato sarà interessato da sviluppi significativi, legati sia al crescente sforzo verso la transizione ecologica ed energetica messo in atto dal Paese - con conseguente crescita delle necessità di provvista finanziaria da raccogliere sul mercato - sia alle ripercussioni dell’evoluzione normativa tesa a favorire la canalizzazione degli investimenti verso progetti e spese volti a realizzare la suddetta transizione. Questi sviluppi saranno oggetto di attento monitoraggio da parte del Tesoro, il cui obiettivo sarà quello di consolidare la sua presenza su questo mercato, effettuando scelte che vadano incontro alle preferenze degli investitori e, al contempo, consentano di evidenziare in modo sempre più chiaro ed efficace l’impegno dello Stato italiano nel perseguire gli obiettivi dell’Agenda 2030 delle Nazioni Unite, mediante un uso mirato delle risorse del proprio bilancio.

In quest’ottica, in relazione all’evoluzione delle condizioni di mercato ed in ragione delle esigenze di finanziamento, nel 2025 il Tesoro proseguirà con il suo programma di emissioni di BTP Green con volumi sostanzialmente in linea a quelli collocati nell’ultimo anno, fornendo liquidità ai titoli esistenti e valutando la possibilità di collocare un nuovo titolo mediante sindacato.

È in programma, inoltre, una revisione dell’attuale Quadro di riferimento per l’emissione di titoli di Stato Green del 2021, al fine di perseguire il maggior allineamento possibile agli obiettivi fissati dalla Tassonomia UE, in considerazione anche della recente entrata in vigore degli *European Green Bond Standard - EuGBS*.

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 2025, 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.

Con riferimento alle emissioni TAP, negli ultimi anni hanno dimostrato di 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, nel prossimo anno il Tesoro continuerà ad avvalersi di tale strumento per l'emissione di uno o più titoli *off-the-run*, anche attraverso emissioni di importo più contenuto. Tali operazioni potranno essere eseguite sia utilizzando il sistema telematico di negoziazione sia in asta in Banca d'Italia, e continueranno ad essere escluse dalla valutazione delle *performance* sul mercato primario degli Specialisti in titoli di Stato.

Nel 2025 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 i rischi 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.

Parallelamente, il Tesoro proseguirà nella consueta attività di monitoraggio degli IRS in essere per decidere eventuali ristrutturazioni finalizzate ad un adeguamento delle loro caratteristiche finanziarie all'andamento del mercato, con un impatto positivo sul profilo complessivo della spesa per interessi ed una riduzione del debito contabile.

In merito alla gestione del rischio di cambio, connesso 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.

Le scelte operative saranno precedute da un'accurata analisi economico-statistica, nonché di aderenza di ciascuna transazione alla macro-strategia di gestione del debito pubblico.

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, a causa delle differenti tempistiche delle manovre sui tassi tra FED e BCE, il tasso di cambio euro-dollaro ha continuato a mostrare una certa debolezza nel corso dell’anno. In tale contesto, considerando anche la volatilità degli *swap spread*, la raccolta in valuta estera è risultata più onerosa rispetto a quella domestica e pertanto il Tesoro non ha ritenuto opportuno finanziarsi 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.

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 prossimo anno, come avvenuto nel corso del 2024 attraverso l’emissione di diversi titoli, 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 250 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.