

**TABELLA V.6-30 ALTRI TRASFERIMENTI IN CONTO CAPITALE**

	2012	2013	2014
AD AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE	2.409	2.183	1.837
Regioni		10	0
Comuni	17	4	14
Disavanzi pregressi USL	202	159	0
PCM di protezione civile-Regioni	1.701	1.827	1.249
Di cui			
PCM di protezione civile - mutui Regioni	422	415	412
PCM di protezione civile - mutui Banche	649	641	649
PCM di protezione civile - Cassa DDPP	46	58	51
PCM di protezione civile emergenza rifiuti	18	57	18
PCM: Mutui Comuni	21	21	21
Dissesto idrogeologico Messina	140	0	0
Somma da assegnare alla Regioni per i ripiani in materia sanitaria	343	172	504
Altre Amministrazioni Pubbliche	6	10	69
A IMPRESE	86	70	109
Mediocredito	17	1	40
Cassa DD.PP. S.p.A.	69	69	69
Altre imprese	0	0	0
A FAMIGLIE E ISP	0	0	160
FONDI	199	242	234
<b>TOTALE</b>	<b>2.694</b>	<b>2.494</b>	<b>2.339</b>

**TABELLA V.6-31 ACQUISIZIONE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE**

	2012	2013	2014
Anticipazioni alle Regioni piani di rientro in materia sanitaria	134	0	0
Conferimenti a Banche ed Organismi Internazionali	10	3	32
Oneri derivanti da garanzie Stato per leggi			51
Somme destinate alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da Banche Italiane	0	0	0
Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato	33	33	33
Sistema creditizio	200	200	200
Fondo rotativo imprese	174	120	72
Fondo rotativo riduzioni immissioni gas	100	0	0
Anticipazioni alle Regioni piani di rientro in materia sanitaria			249
Fondo rotazione per la concessione di anticipazioni agli enti locali in grave dissesto finanziario		290	698
Fondo rotazione per la concessione di anticipazioni alle Regioni in grave dissesto finanziario		50	0
Oneri derivanti da garanzie di cambio	34	88	0
Erogazioni prestiti in favore della Grecia	1.132	0	0
Sottoscrizione capitale del MES	5.732	5.732	2.866
Fondo per assicurare agli enti locali la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili	0	14.472	12.720
di cui sezione per assicurare la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili degli Enti locali		3.611	3.341
di cui sezione per assicurare la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili alle Regioni e Province		4.153	3.141
di cui sezione per assicurare la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili del SSN		6.708	6.238
Fondo rotativo per la crescita sostenibile			509
Concessione mutui a regione			8.728
Fondo per la concessione della garanzia dello Stato per la cessione dei debiti della P.A.			150
BEI		2.037	417
Somma da destinare alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dal Monte dei Paschi di Siena		2.000	0
Altre partite finanziarie	32	223	67
<b>TOTALE</b>	<b>7.581</b>	<b>25.249</b>	<b>26.791</b>

PAGINA BIANCA

## VI. DEBITO

### VI.1 LA CONSISTENZA DEL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE E DEL SETTORE STATALE

Per debito consolidato delle Pubbliche Amministrazioni<sup>91</sup> ci si riferisce alle passività di debito afferenti a tale settore registrate al valore nominale. Il calcolo di questo aggregato si avvale dei criteri settoriali e metodologici di cui, in primo luogo, al Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 2223 del 1996 relativo al sistema europeo di conti nazionali e regionali (SEC95) e, più nello specifico, al Regolamento comunitario n.479/2009 relativo alla Procedura dei Deficit Eccessivi (EDP). Le passività finanziarie considerate sono quelle dei depositi e monete, dei titoli obbligazionari e dei prestiti. Il comparto delle Pubbliche Amministrazioni si articola nei seguenti sottosettori: l'Amministrazione centrale, le Amministrazioni locali e gli Enti previdenziali. Nel processo di consolidamento vengono eliminate le passività di debito che rappresentano anche attività, nei medesimi strumenti, detenute da enti facente parte delle Amministrazioni pubbliche.

Il debito così calcolato è risultato pari al 132,1 per cento del Prodotto Interno Lordo (PIL)<sup>92</sup> al 31 dicembre 2014, crescendo del 3,6 per cento rispetto allo stesso aggregato misurato alla fine del 2013 e in aumento rispettivamente dell'9 per cento e del 15,7 per cento rispetto al dato registrato nel 2012 e nel 2011.

Nella prima metà dell'anno, il debito delle Pubbliche Amministrazioni è risultato in crescita, superando i 2.167 miliardi di euro a luglio 2014, per poi diminuire fino a novembre quando la dinamica del fabbisogno ne ha determinato un nuovo picco. Nel mese di dicembre, invece, l'avanzo nel saldo delle Amministrazioni pubbliche e, analogamente agli anni passati, il consueto calo delle disponibilità liquide del Tesoro accumulate hanno fatto sì che l'aggregato scendesse a 2.135 miliardi di euro.

Per quanto riguarda il PIL, durante lo scorso settembre l'Istat ha diffuso i risultati della revisione dei conti nazionali realizzata in occasione dell'introduzione del nuovo Sistema europeo dei conti (SEC 2010). Nel 2014 il PIL a prezzi di mercato è cresciuto dello 0,4 per cento rispetto al 2013 mentre, nella stessa misura, si è registrata una diminuzione dell'aggregato espresso in termini di volume.

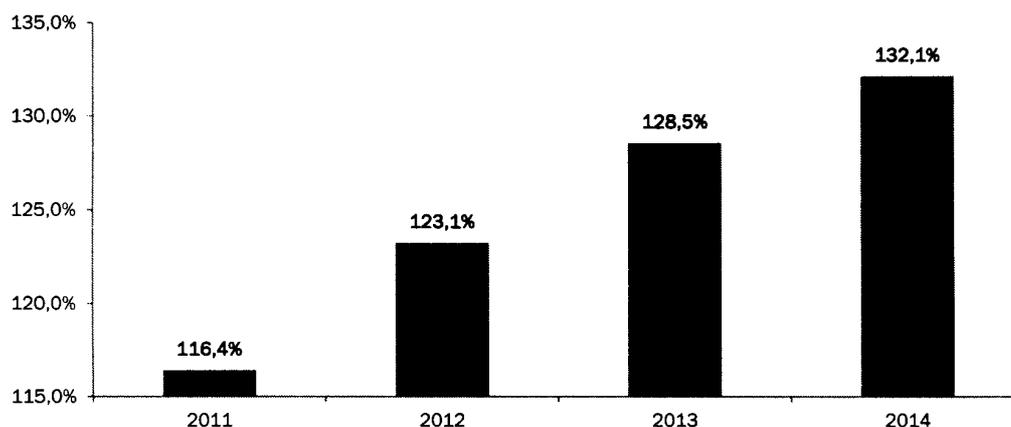
Nel dettaglio, in merito agli strumenti finanziari contratti, il debito rappresentato da titoli negoziabili sia dell'amministrazione centrale che degli enti locali rappresentava, al 31 dicembre 2014, l'83,9 per cento del debito consolidato complessivo, stabile rispetto al valore registrato alla fine del 2013. Inoltre, il 93 per cento del totale dei titoli negoziabili è stato emesso in forma di obbligazioni a medio e lungo termine, rispetto al 92 per cento registrato nel 2013. I titoli di Stato rappresentano più del 99 per cento di questa categoria di passività. Invece, il debito non negoziabile contratto nella forma di prestiti è stato pari all'8 per cento del debito complessivo. Il debito in strumenti finanziari non negoziabili comprende, oltre ai prestiti, ai depositi ed al circolante, la parte di risparmio postale (buoni postali

<sup>91</sup> La fonte per questo aggregato è rappresentata dalle pubblicazioni statistiche della Banca d'Italia.

<sup>92</sup> La fonte per il PIL è il comunicato dell'Istat relativo ai principali saldi dei conti economici nazionali.

ordinari e a termine) che - dopo la trasformazione nel 2003 di Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni e la classificazione nel settore delle istituzioni finanziarie - è rimasta nel bilancio dello stato centrale quale sua passività fino al rimborso.

**FIGURA VI.1-1 EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL NEL PERIODO 2011-2014**



Per quanto riguarda il debito del settore statale, di cui si espone in dettaglio l'evoluzione nel corso negli ultimi dodici mesi, la consistenza è risultata di 1.996.426 milioni di euro al 31 dicembre 2014, con un incremento pari a +68.182 milioni rispetto alla fine del 2013. In termini percentuali, l'aumento è stato del 3,5%.

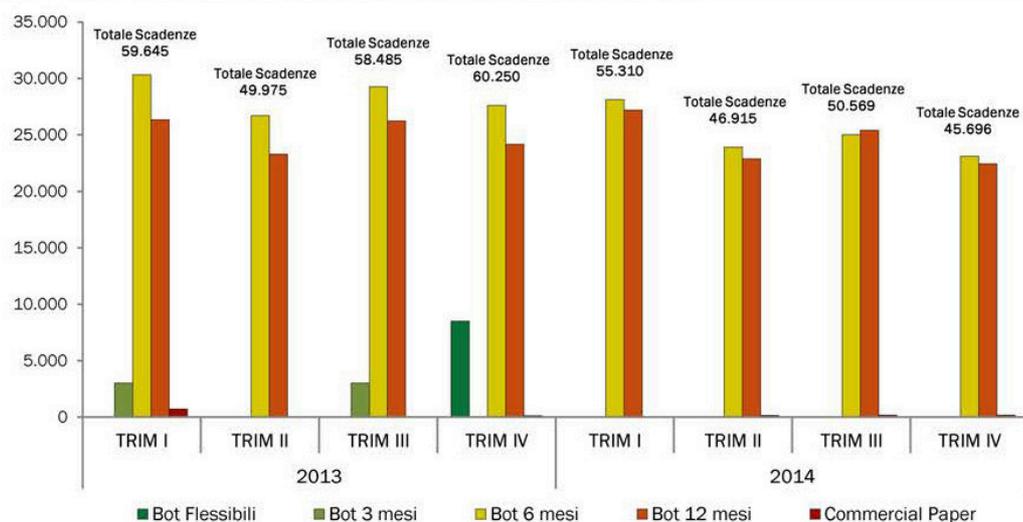
### Scadenze dei titoli di Stato

Nel 2014 il volume dei titoli di Stato in scadenza è stato pari a 391.747 milioni, sostanzialmente in linea con i rimborsi effettuati nel 2013 risultati pari a 387.673 milioni.

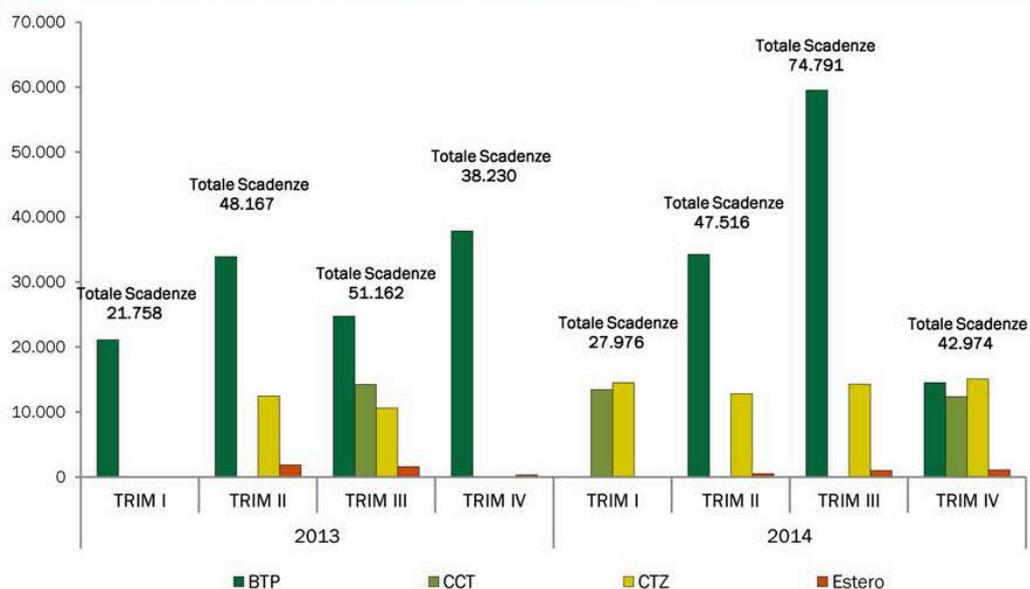
**TABELLA VI.1-2 TITOLI DI STATO IN SCADENZA AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E DELLE ALTRE OPERAZIONI A RIDUZIONE DEL DEBITO (IN MILIONI DI EURO)**

	Totale 2013	I Trimestre 2014	II Trimestre 2014	III Trimestre 2014	IV Trimestre 2014	Totale 2014
<b>Totali a breve termine</b>	<b>229.211</b>	<b>55.310</b>	<b>46.915</b>	<b>50.569</b>	<b>45.696</b>	<b>198.490</b>
di cui: BOT	228.356	55.310	46.764	50.411	45.525	198.010
Commercial paper	855	-	151	158	171	481
<b>Totali a medio-lungo termine</b>	<b>158.462</b>	<b>27.976</b>	<b>47.516</b>	<b>74.791</b>	<b>42.974</b>	<b>193.257</b>
di cui: CTZ, CCT e BTP	154.748	27.976	47.035	73.791	41.887	190.690
Titoli esteri <sup>(1)</sup>	3.714	-	481	1.000	1.087	2.567
<b>TOTALE</b>	<b>387.673</b>	<b>83.286</b>	<b>94.431</b>	<b>125.361</b>	<b>88.670</b>	<b>391.747</b>

Nel comparto a breve termine, l'ammontare delle scadenze è stato pari a 198.490 milioni, di cui 198.010 milioni di BOT e 481 milioni di *commercial paper*. Nel 2013 erano stati rimborsati 228.356 milioni di BOT e 855 milioni di titoli esteri a breve termine, per complessivi 229.211 milioni. Durante l'ultimo anno, il Tesoro ha cercato di porre le premesse per invertire la discesa della vita media del debito, riducendo sensibilmente il volume delle emissioni sulle scadenze a più breve termine.

**FIGURA VI.1-2 TITOLI IN SCADENZA A BREVE TERMINE (MILIONI DI EURO)**

Nel comparto a medio-lungo termine, i titoli in scadenza sono stati pari a 193.257 milioni di euro, distinti in 190.690 milioni di emissioni domestiche e 2.567 milioni di emissioni estere, mentre nel 2013 erano stati rimborsati 158.462 milioni di euro, di cui 154.748 milioni di titoli domestici e 3.714 milioni di titoli esteri. I rimborsi di CTZ, in particolare, hanno avuto un peso rilevante nell'incremento delle scadenze complessive registrati nel 2014 rispetto all'anno prima.

**FIGURA VI.1-3 TITOLI IN SCADENZA A MEDIO - LUNGO TERMINE (MILIONI DI EURO)**

## Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

La politica di emissione del Tesoro, in continuità con il processo avviato nel 2013, è stata orientata principalmente a perseguire il rallentamento della discesa della vita media del debito, insieme ai consueti obiettivi di gestione dell'esposizione ai principali rischi di mercato e della regolarità e prevedibilità delle emissioni.

A fronte della normalizzazione del mercato secondario e di quello primario, dopo le turbolenze che avevano interessato buona parte del biennio 2011-2012, c'è stato un impiego limitato dei titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*), le riaperture dei quali hanno infatti riguardato solo due BTP con vita residua di venti e ventitré anni e un CCTeu con vita residua quadriennale. Anche nel 2014, le emissioni *off-the-run*, possibili sia nelle tornate di metà mese che in quelle di fine mese e proposte in un unico intervallo con i titoli *benchmark* in corso di emissione, sono state gestite con una tempistica flessibile al fine di migliorare il funzionamento del mercato secondario dei titoli di Stato o per specifiche esigenze della domanda.

Le più favorevoli condizioni dei mercati si sono tradotte nella caduta del costo delle emissioni, ma anche in un cambiamento a livello della composizione. Il livello storicamente molto basso dei tassi di interesse, infatti, ha spinto molti investitori, compresi quelli esteri, al ribilanciamento dei loro portafogli verso scadenze più lunghe. Inoltre, c'è stato un ritorno di interesse sui comparti più penalizzati nel periodo della crisi quali quello dei BTP€i e CCTeu che, durante tutto l'anno, hanno fatto registrare performance pienamente in linea con gli altri strumenti offerti dal Tesoro. Un altro elemento che ha favorito l'attività di emissione è stato l'incremento della liquidità sul mercato secondario, cui ha contribuito la più sistematica partecipazione degli investitori esteri.

Nel 2014 l'ammontare delle emissioni di titoli di Stato è stato di 455.300 milioni, inferiori di circa il 4,6% rispetto ai 477.343 milioni collocati nel 2013.

Sul mercato domestico, il volume dei titoli emessi è stato pari a 453.596 milioni, mentre l'anno prima erano stati collocati 476.188 milioni.

**TABELLA VI.1-3 TITOLI DI STATO EMESSI AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO (IN MILIONI DI EURO)**

	Totale 2013	I Trimestre 2014	II Trimestre 2014	III Trimestre 2014	IV Trimestre 2014	Totale 2014
<b>Totall a breve termine</b>	<b>218.491</b>	<b>58.834</b>	<b>45.229</b>	<b>45.638</b>	<b>33.187</b>	<b>182.887</b>
BOT	218.336	58.682	44.900	45.638	33.187	182.407
Commercial paper	155	151	329	-	-	481
<b>Totall a medio-lungo termine</b>	<b>258.852</b>	<b>71.976</b>	<b>95.883</b>	<b>51.705</b>	<b>52.848</b>	<b>272.412</b>
CTZ	38.157	11.705	9.825	8.564	2.875	32.969
BTP	150.066	49.136	53.916	35.601	32.530	171.184
BTP€i	10.757	6.900	3.796	2.641	1.150	14.488
BTP ITALIA	39.328	-	20.565	-	7.506	28.071
CCTeu	19.544	3.985	7.781	4.899	7.787	24.452
Titoli esteri	1.000	250	-	-	1.000	1.250
<b>TOTALE</b>	<b>477.343</b>	<b>130.810</b>	<b>141.112</b>	<b>97.343</b>	<b>86.035</b>	<b>455.300</b>

Di seguito viene illustrata l'attività di emissione nei comparti di mercato domestici.

Nel comparto a breve termine, sono stati emessi 182.407 milioni di BOT, distinti in 90.472 milioni di titoli annuali e 91.934 milioni di titoli semestrali, mentre non c'è stato ricorso ai BOT trimestrali e a quelli flessibili, caratterizzati dalla scadenza non standard, date le già consistenti disponibilità della tesoreria. Rispetto ai 218.336 milioni di euro emessi nel 2013, quindi, si è registrata una diminuzione nel volume di BOT collocati pari a -16,5 per cento. Le emissioni nette sono state

negative sia per il titolo semestrale, offerto con regolarità a fine mese, per -8.191 milioni, sia per il BOT annuale, le cui aste si svolgono a metà mese, per -7.412 milioni.

I tassi a breve termine hanno continuato a scendere, in continuità con quanto già osservato nel 2013, con una marcata flessione registrata nella seconda metà dell'anno, soprattutto come conseguenza delle misure straordinarie di liquidità varate dalla banca centrale. Ciò è però dovuto anche alla minore rischiosità percepita nei confronti dei titoli italiani, come dimostrato dalla compressione dei differenziali rispetto ai tassi di mercato monetario. In particolare, il rendimento a 6 mesi ha toccato il minimo dello 0,14 per cento nell'asta regolata ad agosto, mentre in quella del mese successivo era il rendimento annuale a ridursi fino allo 0,27 per cento.

Per effetto delle emissioni nette negative, nell'arco dei dodici mesi, lo stock dei BOT si è ridotto di 15.603 milioni. A fine 2014, il circolante si attestava al 6,29 per cento del totale del debito del settore statale, in confronto al 7,32 per cento di dicembre 2013.

Sulla scadenza a 24 mesi, sono stati collocati CTZ per un totale di 32.969 milioni di euro, con una riduzione del 13,6 per cento rispetto ai 38.157 milioni di euro emessi l'anno prima.

L'ammontare di titoli rimborsati è stato di oltre 56 miliardi di euro, ben superiori ai 23 miliardi scaduti nel 2013, data la politica di emissione che nel 2012 si era caratterizzata per il collocamento di più titoli con scadenza nel 2014. Questo aspetto, insieme alla strategia di alleggerimento delle emissioni sui segmenti di scadenze a breve termine, ha determinato una diminuzione dello stock di CTZ in circolazione e della loro quota sul debito del settore statale. Infatti, alla fine del 2014, il circolante si è ridotto per un importo pari a -23.676 milioni di euro, con i CTZ che rappresentavano il 2,64 per cento dello stock del debito del settore statale, rispetto al 3,96 per cento del 2013.

Nei comparti dei BTP nominali, il Tesoro ha cercato di alleggerire le emissioni lorde di titoli con scadenza a più breve termine, sia facendo leva sul nuovo strumento settennale, la cui offerta è stata regolare anche per garantirne un'adeguata liquidità e soddisfare la domanda del comparto, sia sfruttando la conformazione della curva dei rendimenti nominali e collocando rilevanti quantitativi di titoli con scadenza più estesa.

Nel comparto a 3 anni, infatti, i titoli in circolazione si sono ridotti di circa l'8 per cento, rispetto al 2013, per l'effetto combinato del ridotto volume in emissione e dei consistenti rimborsi, tale da determinare emissioni nette negative per oltre 9 miliardi di euro.

Nel comparto a 5 anni, invece, le emissioni nette sono risultate positive per più di 22 miliardi di euro, dati i più elevati importi collocati e a fronte di scadenze che sono state circa la metà di quelle del comparto triennale.

Per quanto riguarda la scadenza di più recente inaugurazione, nel 2014 il BTP a 7 anni è stato integrato all'interno del programma mensile di aste, dopo il primo collocamento sindacato regolato il 16 ottobre 2013. L'ampio e positivo riscontro ottenuto presso gli investitori testimonia come il segmento a 7 anni sia riuscito ad affermarsi come *benchmark* sulla curva dei rendimenti italiana. Le emissioni si sono svolte con il meccanismo d'asta ordinaria e determinazione discrezionale del prezzo, in occasione delle aste a medio-lungo termine di metà mese. Il primo titolo settennale, il BTP 16/10/2013 - 01/05/2021, con cedola annua del 3,75%, è stato proposto fino a maggio e il suo circolante ha raggiunto i 18,4 miliardi di euro.

Nell'asta regolata il 16 giugno, invece, è stato inaugurato il BTP 15/06/2014 - 15/12/2021, con cedola del 2,15% il cui circolante si è attestato sui 14,7 miliardi di euro alla fine del 2014.

Il BTP con scadenza decennale ha confermato il suo ruolo di titolo di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali, per cui sia le emissioni lorde che il peso relativo sullo stock dei titoli di Stato in circolazione sono stati mantenuti in linea con quelle dei recenti anni.

Nei segmenti ultradecennali, le migliorate condizioni di comparto hanno permesso di consolidare i risultati del 2013 e realizzare collocamenti con adeguata regolarità. Si è, in particolare, proceduto al lancio di un nuovo BTP a 15 anni ed è stata garantita una presenza continua sulla scadenza a 30 anni con diverse riaperture del titolo di riferimento.

Nel comparto a 15 anni, il collocamento del BTP 01/03/2014 - 01/03/2030, con cedola del 3,50%, è stato condotto tramite un sindacato costituito da cinque lead managers (*Deutsche Bank A.G.*, *HSBC France*, *JP Morgan Securities PLC*, *Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.*, *Royal Bank of Scotland PLC*) e dagli altri Specialisti in titoli di Stato in qualità di *co-lead*. All'operazione, regolata il 21 maggio e nella quale sono stati sottoscritti 7.000 milioni di euro, hanno partecipato più di 300 investitori, in particolare *asset manager* e fondi d'investimento, per circa il 36% dell'emissione, e banche, che si sono aggiudicate il 26% circa. Quasi il 30% dell'emesso è stato collocato presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo, tra cui un 7% costituito da banche centrali e istituzioni governative. Infine, la quota sottoscritta da hedge fund è stata pari al 6%, mentre quella allocata ad imprese e alla clientela *retail* è stata pari al 2% dell'assegnato. La distribuzione geografica del collocamento è risultata particolarmente diversificata, con circa il 36% assegnato ad investitori italiani ed il 64% ad investitori esteri. Fra questi ultimi, notevole la presenza di europei, soprattutto residenti in Gran Bretagna e Irlanda (23%), Francia (9%), Germania, Austria e Svizzera (8%) e Scandinavia (5%). Significativa è risultata la partecipazione degli investitori statunitensi, aggiudicatari del 13% dell'emissione. Infine, il restante 2% è stato assegnato ad investitori residenti nel Medio Oriente e in Asia.

Il nuovo titolo a 15 anni è stato offerto fino a novembre, con il circolante che si è attestato sui 12,8 miliardi di euro.

Nel comparto a trent'anni, il Tesoro non ha introdotto un nuovo *benchmark* in quanto il titolo *on-the-run* non aveva ancora raggiunto un circolante tale da garantire la sufficiente liquidità sul mercato secondario. Le condizioni del comparto, inoltre, non sono apparse veramente recettive per il lancio di un nuovo *benchmark*. Il Tesoro ha comunque garantito emissioni regolari, contribuendo così a migliorare le condizioni di liquidità per i titoli a più lungo termine. Infatti, il BTP 01/03/2013 - 01/09/2044, con cedola del 4,75%, che era stato inaugurato tramite sindacato il 22 maggio 2013, è stato riproposto in quattro occasioni per un importo complessivo di 6.725 milioni, portando il circolante su un valore di poco inferiore a 15 miliardi di euro.

I rendimenti all'emissione dei BTP nominali hanno fatto registrare un marcato calo sul tutto il tratto di scadenze compreso tra i 5 e i 15 anni. Rispetto alle ultime aste del 2013, la riduzione maggiore ha riguardato il tasso a 5 anni, diminuito di ben 195 punti base (p.b.), quello a 7 anni, passato dal 3,76% all'1,74%, e il rendimento del BTP a 10 anni, ridottosi di ben 193 p.b. dal 4,01%. Inoltre, sulle scadenze triennale e quinquennale, negli ultimi mesi del 2014, si registravano rendimenti inferiori all'1%.

Nel complesso, le emissioni lorde di BTP nominali sono state di circa 171.184 milioni, compresi i titoli *off-the-run*, ma al netto dei concambi, con un incremento pari al 14% rispetto ai 150.066 milioni del 2013. In dettaglio, sono stati collocati 38.046 milioni nel comparto fino a tre anni, 41.709 milioni nel comparto fino a cinque anni, 28.180 milioni nel comparto a 7 anni, 39.064 milioni nell'area dieci anni, 16.482 milioni tra gli 11 ed e i 15 anni e, infine, 7.701 milioni tra i 16 e i 30 anni.

Il circolante dei BTP nominali ha registrato un incremento, nell'arco dei dodici mesi, pari a +80.459 milioni. In termini percentuali, tali titoli rappresentavano il 60,31% del debito del settore statale a fine 2014, riducendosi di circa due punti percentuale rispetto a dicembre 2013.

Nel comparto indicizzato, il Tesoro ha collocato sia il BTP€i, titolo indicizzato all'inflazione europea (con esclusione dei prodotti a base di tabacco) e con rivalutazione del capitale corrisposta al momento dell'estinzione del titolo, sia il BTP Italia, lo strumento finanziario indicizzato all'inflazione italiana (Indice FOI, senza tabacchi - Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati), la cui rivalutazione in linea capitale viene corrisposta semestralmente in occasione dello stacco cedolare.

Per quanto riguarda il BTP€i, nel 2014 le emissioni lorde sono state pari a nominali 14.488 milioni, con un aumento pari a +34,7% in confronto ai 10.757 milioni emessi nel 2013. In dettaglio, sono stati collocati 6.900 milioni nel comparto a 5 anni, 3.796 milioni nel comparto a 10 anni, 2.641 milioni per la scadenza a 15 anni e 1.150 milioni su quella trentennale.

Si evidenzia che il Tesoro è tornato a emettere sul segmento a 30 anni dopo quattro anni di assenza, collocando 525 milioni di euro del BTP€i 15/09/2009 - 15/09/2041, con cedola reale del 2,55%. Il circolante del titolo è risultato prossimo ai 7 miliardi di euro a fine 2014.

Nello stesso comparto sono stati proposti due nuovi BTP Italia con durata di 6 anni, diversamente dai 4 anni degli altri BTP Italia, e con un'innovativa modalità di svolgimento del collocamento, pensato per differenziare le categorie di investitori. Infatti, pur continuando ad essere proposto attraverso il MOT (Mercato Telematico delle Obbligazioni e Titoli di Stato di Borsa Italiana), il collocamento si è articolato in due fasi di distribuzione: la prima aperta a soggetti più propriamente identificabili come *retail*, ad esclusione quindi di determinate categorie di investitori (istituzionali residenti all'estero, controparti qualificate e clienti professionali), mentre l'ultimo giorno del periodo di collocamento è stato riservato ai soggetti non ammessi durante la prima fase.

In occasione della sesta emissione, Banca IMI S.p.A. e UniCredit S.p.A. hanno raccolto ordini per il BTP Italia 23/04/2014 - 23/04/2020, con tasso cedolare reale annuo definitivo dell'1,65%, per un importo complessivo di 20.565 milioni.

Nel corso della prima fase del collocamento, dal 14 al 16 aprile, sono stati conclusi 170.217 contratti per un controvalore pari a 10.068 milioni di euro, di cui il 50% di importo inferiore ai 20.000 euro e l'80% di importo fino a 50.000 euro, con una presenza bilanciata di investitori individuali, classificati come persone fisiche, e *private banking*. Di questi, circa il 95% è stato rappresentato da soggetti domestici.

Nella seconda fase del periodo di collocamento, durante la quale il MEF ha esercitato la facoltà di chiusura anticipata, il numero di contratti conclusi è stato pari a 1.054 per un controvalore pari a 10.496 milioni di euro, di cui il 55% è stato sottoscritto da banche e circa il 30% da *asset manager* e fondi d'investimento. Quote minori sono state allocate presso banche centrali e istituzioni ufficiali (12%),

assicurazioni e corporation (3%). Nell'ultimo giorno di collocamento si è assistito a un'ampia partecipazione geografica con una presenza dominante di investitori italiani, che hanno sottoscritto circa il 76% del controvalore relativo a questa fase, mentre agli investitori esteri è stato assegnato il 24 per cento, con una prevalenza di europei, ma anche una presenza non trascurabile di investitori asiatici (6,4%).

Gli ordini della settima emissione sono stati raccolti attraverso BNP Paribas e MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. Per il BTP Italia 27/10/2014 2014 - 27/10/2020, del quale sono stati emessi 7.506 milioni di euro, è stato fissato il tasso cedolare reale annuo definitivo dell' 1,25%. In particolare, nel corso della prima fase, dal 20 ottobre al 22 ottobre, sono stati conclusi 82.642 contratti per un controvalore pari a 4.573 milioni di euro, di cui la quota sottoscritta dal *private banking* (59%) è risultata superiore rispetto a quella di investitori individuali (41%). Per quanto riguarda la ripartizione geografica, si è trattato quasi interamente di investitori *retail* domestici.

Nella seconda fase, aperta e chiusa il 23 ottobre, il numero di contratti conclusi è stato pari a 359 per un controvalore pari a 2.933 milioni, di cui circa il 61 per cento aggiudicato a banche e istituzioni finanziarie, il 22 per cento agli *asset manager* e il 17 per cento sottoscritto da assicurazioni e corporation. Il collocamento del titolo in questa fase ha visto una presenza del 96 per cento di investitori italiani, mentre il restante importo è stato collocato presso investitori esteri europei.

Il comparto degli indicizzati, nel complesso, ha totalizzato un ammontare rivalutato per l'inflazione pari a 224.797 milioni rispetto ai 199.942 milioni del 2013, crescendo del 12,42 per cento nell'arco dei dodici mesi. In termini percentuali, tale comparto rappresentava alla fine del 2014 il 11,26 per cento del totale del debito rispetto al 10,37 per cento relativo all'anno prima.

Per i BTP€i, il circolante rivalutato è diminuito di 3.125 milioni rispetto al 31 dicembre 2013 in quanto, a settembre 2014, sono stati rimborsati 18.360 milioni di euro di un titolo decennale. In termini percentuali, i BTP€i si sono attestati al 6,53% del debito del settore statale, rispetto al 6,93% del 2013.

Lo stock dei BTP Italia, invece, è cresciuto di un importo pari a +28.071 milioni, rappresentando il 4,73% del debito del settore statale a fine 2014.

Nel comparto del tasso variabile, i CCTeu hanno fatto registrare ulteriori miglioramenti, in continuità con il 2013, sia in termini di performance che di volumi scambiati sul mercato secondario. Durante l'ultimo anno, infatti, i rendimenti dei CCTeu si sono gradualmente allineati a quelli dei BTP nominali di scadenza equivalente. A fronte del crescente interesse degli investitori soprattutto domestici, istituzionali e *retail*, ma anche di quelli internazionali, il Tesoro ha quindi aumentato l'offerta e allungato gradualmente la scadenza all'emissione dei nuovi titoli, all'interno del *range* tra i 5 ed i 7 anni. In particolare, l'ultimo CCTeu inaugurato nel 2014 è stato aperto con una scadenza di oltre 6 anni. La normalizzazione del comparto in esame ha anche consentito al Tesoro di confermare la frequenza mensile dei collocamenti per fornire la liquidità al mercato, nelle aste di fine mese contestualmente alle emissioni di BTP nominali a 5 e 10 anni.

Nel 2014 le scadenze dei titoli a tasso variabile sono ammontate a circa 26 miliardi di euro, cioè 12 miliardi in più rispetto all'importo rimborsato nel 2013. Tale volume di scadenze ha fatto sì che, nonostante l'aumento delle emissioni lorde di circa 5 miliardi, le emissioni nette siano risultate negative per -5.566 milioni. Questo aspetto dovrebbe consentire una minore esposizione del debito al rischio di tasso di interesse. Infatti, nel corso degli ultimi dodici mesi, il circolante complessivo dei CCT e CCTeu si è ridotto per un importo corrispondente alle emissioni nette, e la

percentuale dei titoli a tasso variabile nella composizione del debito del settore statale è risultata del 5,97% dello stock a fine 2014, rispetto al 6,47 per cento registrato nel 2013.

### Operazioni di concambio e altre operazioni a riduzione del debito

Nel corso del 2014 il Tesoro è ricorso con una certa frequenza alle operazioni di concambio nell'ambito della gestione del rischio di rifinanziamento, per rimodulare il profilo delle scadenze, e per favorire la liquidità e l'efficienza del mercato secondario dei titoli di Stato. Nelle quattro operazioni gestite per mezzo del sistema telematico di negoziazione - i cui risultati sono riassunti nelle seguenti tabelle - sono stati offerti in totale quattro BTP, di cui due con scadenza nel 2018, uno con scadenza nel 2022 e l'ultimo nel 2023. I titoli riacquistati sono stati soprattutto BTP, oltre a diversi CCTeu e un CCT di vecchio tipo.

In ciascun concambio, i prezzi dei titoli in emissione, ampiamente sopra la pari rispetto ai prezzi di riacquisto dei titoli ritirati dal mercato, hanno consentito di realizzare un alleggerimento delle scadenze future in misura superiore rispetto all'emesso, con un apprezzabile beneficio anche in termini di riduzione dello stock del debito.

**TABELLA VI.1-4 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 17/02/2014 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	17/02/2014			
Data di regolamento	20/02/2014			
Titolo in emissione	BTP 01/06/2018			
Importo assegnato	2.500			
Prezzo di aggiudicazione	105,816			
Dietimi (gg.)	81			
<b>Titoli in riacquisto</b>	<b>Data emissione - scadenza</b>	<b>Cedola</b>	<b>Prezzo di riacquisto</b>	<b>Nominale riacquistato</b>
BTP	01/08/2004 - 01/02/2015	4,25%	103,42	373,457
BTP	15/06/2010 - 15/06/2015	3,00%	102,98	466,498
BTP	01/02/2005 - 01/08/2015	3,75%	104,29	686,871
CCTeu	15/06/2010 - 15/12/2015	0,594% <sup>(1)</sup>	100,52	510,574
CCTeu	15/12/2011 - 15/06/2017	1,453% <sup>(1)</sup>	104,16	527,271

(1) Cedola semestrale in corso.

**TABELLA VI.1-5 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 21/05/2014 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	21/05/2014			
Data di regolamento	26/05/2014			
Titolo in emissione	BTP 01/12/2018			
Importo assegnato	2.333,5			
Prezzo di aggiudicazione	107,187			
Dietimi (gg.)	176			
<b>Titoli in riacquisto</b>	<b>Data emissione - scadenza</b>	<b>Cedola</b>	<b>Prezzo di riacquisto</b>	<b>Nominale riacquistato</b>
BTP	15/01/2010 - 15/04/2015	3,00 %	101,97	677,975
BTP	01/02/2005 - 01/08/2015	3,75%	103,43	450,752
BTP	01/12/2012 - 01/12/2015	2,75%	102,71	464,366
CCT	01/09/2008 - 01/09/2015	0,38% <sup>(1)</sup>	99,89	434,617
CCTeu	15/10/2010 - 15/10/2017	1,228% <sup>(1)</sup>	99,43	435,034

(1) Cedola semestrale in corso

**TABELLA VI.1-6 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 20/06/2014 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	20/06/2014			
Data di regolamento	25/06/2014			
Titolo in emissione	BTP 01/03/2022			
Importo assegnato	2.230,5			
Prezzo di aggiudicazione	118,614			
Dietimi (gg.)	116			
<b>Titoli in riacquisto</b>	<b>Data emissione - scadenza</b>	<b>Cedola</b>	<b>Prezzo di riacquisto</b>	<b>Nominale riacquistato</b>
BTP	15/06/2010 - 15/06/2015	3,00 %	102,49	604,146
BTP	15/07/2012 - 15/07/2015	4,50%	104,23	845,542
BTP	01/11/2010 - 01/11/2015	3,00%	103,34	115,328
BTP	01/08/2006 - 01/02/2017	4,00%	107,97	397,654
CCTeu	15/06/2010 - 15/12/2017	0,576% <sup>(1)</sup>	100,76	592,108

(1) Cedola semestrale in corso

**TABELLA VI.1-7 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 16/10/2014 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	16/10/2014			
Data di regolamento	20/10/2014			
Titolo in emissione	BTP 01/11/2023			
Importo assegnato	1.000			
Prezzo di aggiudicazione	154,702			
Dietimi (gg.)	172			
<b>Titoli in riacquisto</b>	<b>Data emissione - scadenza</b>	<b>Cedola</b>	<b>Prezzo di riacquisto</b>	<b>Nominale riacquistato</b>
BTP	01/02/2005 - 01/08/2015	3,75%	102,52	702,031
BTP	01/08/2006 - 01/02/2017	4,00%	107,38	302,426
CCTeu	15/06/2010 - 15/12/2015	1,133% <sup>(1)</sup>	100,60	299,757
CCTeu	15/10/2010 - 15/10/2017	0,982% <sup>(1)</sup>	100,58	199,808

(1) Cedola semestrale in corso

Per le medesime finalità, nei mesi di luglio e novembre, sono state utilizzate le disponibilità sul conto del Fondo ammortamento dei titoli di Stato per il rimborso parziale di due BTP, per un importo complessivamente pari a 4.064 milioni di euro. Tali somme sono principalmente derivate dal riscatto dei Nuovi Strumenti Finanziari (c.d. Monti-bond) da parte della banca emittente, che erano stati sottoscritti dal Tesoro nel 2013. Un'altra importante componente è stata rappresentata, come di consueto, dal versamento delle commissioni a fronte della garanzia statale sulle obbligazioni bancarie (D.L. 201/2011, art.8) e, in misura più ridotta, dalle donazioni da parte dei privati.

**TABELLA VI.1-8 OPERAZIONI DI RIMBORSO PER MEZZO DEL FONDO AMMORTAMENTO DEL 01/07/2014 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'operazione	01/07/2014			
Titolo rimborsato	Data emissione - scadenza	Cedola	Codice ISIN	Nominale rimborsato
BTP	01/07/2011 - 01/07/2014	4,25%	IT0004750409	393

**TABELLA VI.1-9 OPERAZIONI DI RIMBORSO PER MEZZO DEL FONDO AMMORTAMENTO DEL 17/11/2014 (MILIONI DI EURO)**

Data dell'operazione	17/11/2014			
Titolo rimborsato	Data emissione - scadenza	Cedola	Codice ISIN	Nominale rimborsato
BTP	15/11/2011 - 15/11/2014	6,00%	IT0004780380	3.671

Infine, il Tesoro ha effettuato un'operazione di riacquisto per mezzo delle eccedenze di cassa presenti sul Conto disponibilità. L'operazione, regolata il 5 dicembre, ha riguardato tre BTP con scadenze comprese tra il 2015 e il 2017, più due CCT di vecchio tipo con scadenza settembre 2015 e luglio 2016, per un nominale riacquistato complessivamente pari a 4.036 milioni di euro.

**TABELLA VI.1-10 OPERAZIONI DI RIACQUISTO PER MEZZO DEL CONTO DISPONIBILITÀ (MILIONI DI EURO)**

Data dell'asta	03/12/2014			
Data di regolamento	05/12/2014			
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola	Codice ISIN	Nominale acquistato
BTP	01/03/2012 - 01/03/2015	2,50%	IT0004805070	907
BTP	15/04/2013 - 15/05/2016	2,25%	IT0004917792	1.079
BTP	15/05/2014 - 15/05/2017	1,15%	IT0005023459	812
CCT	01/09/2008 - 01/09/2015	0,22% <sup>(1)</sup>	IT0004404965	715
CCT	01/07/2009 - 01/07/2016	0,30% <sup>(1)</sup>	IT0004518715	523

(1) Cedola semestrale in corso

## Gestione della liquidità

Le disponibilità attive del Tesoro<sup>93</sup> si compongono della liquidità giacente sul Conto disponibilità detenuto presso la Banca d'Italia, della consistenza dei depositi vincolati accesi presso lo stesso istituto ed infine degli impieghi effettuati dal Tesoro verso gli intermediari finanziari, attraverso le quotidiane operazioni di tesoreria (cosiddette OPTES). In particolare, l'attuale operatività OPTES prevede lo svolgimento di aste quotidiane, finalizzate all'impiego o alla raccolta della liquidità sul mercato monetario con una durata di norma pari ad un giorno lavorativo (*overnight*), associate ad eventuali operazioni bilaterali di impiego o raccolta a breve e brevissimo termine.

Il primo semestre 2014 è stato caratterizzato da una buona domanda di liquidità da parte delle controparti bancarie, specie nei mesi compresi tra febbraio e maggio, nei quali si è osservato un incremento degli importi assegnati in asta e del relativo tasso medio ponderato. La decisione BCE del 5 giugno ha però modificato lo scenario sul mercato monetario, determinando un ulteriore abbassamento dei tassi ufficiali di riferimento, portando il tasso della *deposit facility* per la prima volta in territorio negativo (a -0,10%). Allo stesso tempo, la BCE ha introdotto modifiche al regime dei depositi governativi detenuti presso le banche centrali, penalizzando tali giacenze e disincentivando la costituzione di nuovi depositi vincolati del Tesoro presso la Banca d'Italia, cosicché, a partire dal secondo semestre 2014, essi non sono più stati rinnovati.

Nel secondo semestre, inoltre, si è verificato il combinato effetto dell'ulteriore abbassamento dei tassi ufficiali di interesse (con la *deposit facility* portata a settembre a -0,20%) e lo svolgimento nei mesi di settembre e dicembre delle prime nuove operazioni della BCE di rifinanziamento a più lungo termine (cosiddette TLTRO, finalizzate all'erogazione di credito al settore privato non finanziario). Tali interventi di politica monetaria hanno generato un incremento, seppur inferiore alle aspettative, della liquidità sul mercato monetario, che si è riflesso sulla partecipazione in asta degli operatori nella seconda parte dell'anno, risultata meno continua e con aggiudicazioni a tassi medi prossimi allo zero. Pertanto, al fine di impiegare la liquidità in eccesso giacente sul Conto disponibilità - che peraltro nel 2014 si è attestata su saldi medi storicamente elevati - il Tesoro ha notevolmente incrementato i suoi impieghi in operazioni bilaterali, anche in sostituzione dei menzionati depositi vincolati.

<sup>93</sup> Sistema di gestione giornaliera della liquidità disponibile disciplinato dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011.

Nello specifico, nel corso del 2014, l'operatività di mercato tra aste ed operazioni bilaterali ha registrato un impiego medio di circa 31 miliardi, mentre la consistenza media dei depositi vincolati costituiti presso la Banca d'Italia è stata di quasi 19 miliardi, nonostante nel secondo semestre dell'anno questa forma di impiego non sia stata più utilizzata. Nel corso dell'anno non sono state effettuate invece operazioni di raccolta della liquidità.

### **Emissioni e scadenze sui mercati esteri**

Il volume dei titoli esteri in scadenza nel 2014 è stato pari a 3.048 milioni di euro.

Nel comparto di mercato monetario, relativo agli strumenti con durata inferiore all'anno, sono state rimborsate dieci *commercial paper* per un controvalore totale di 481 milioni di euro, di cui due denominate in sterline britanniche e il resto in dollari statunitensi.

Nel comparto a medio lungo termine, il controvalore dei titoli in scadenza è stato di 2.567 milioni di euro, tra cui 1.000 milioni afferenti al programma ISPA<sup>94</sup>. Il restante importo era invece costituito da due Eurobond, uno denominato in yen giapponesi e l'altro in sterline britanniche, e un prestito in formato E.M.T.N. (*Euro Medium Term Note*).

I collocamenti sui mercati esteri sono stati complessivamente pari a 1.731 milioni di euro, di cui i 481 milioni del comparto a breve termine e 1.250 milioni emessi nel comparto a medio lungo termine, rappresentati da due piazzamenti privati in formato EMTN, aventi la stessa struttura del BTP€i.

Il 24 gennaio è stato regolato il collocamento di un titolo trentennale, con cedola annua del 2,97%, per 250 milioni di euro.

I restanti 1.000 milioni di euro sono costituiti da un'obbligazione indicizzata all'inflazione europea, con cedola annua reale dell'1,51% e scadenza 15 settembre 2028, emessa tramite piazzamento privato regolato in data 15 ottobre 2014.

Il totale dei titoli esteri<sup>95</sup> in circolazione, denominati sia in euro che in valuta, si è ridotto per un importo pari a -941 milioni di euro nell'arco dei dodici mesi. In termini relativi, a fine 2014 questo circolante rappresentava il 2,80% dello stock complessivo del debito del settore statale, rispetto al 2,95% della fine del 2013.

### **Evoluzione dei rendimenti**

Nel 2014 l'andamento dei mercati obbligazionari è stato condizionato da politiche monetarie largamente accomodanti. Nelle principali economie avanzate, infatti, sono state varate vigorose misure di liquidità straordinarie a sostegno di un contesto macroeconomico fragile sia a livello internazionale, per la perdita di slancio della crescita mondiale e l'acuirsi di alcune tensioni geopolitiche, sia nell'area dell'euro, a fronte degli accresciuti rischi per la ripresa economica e del peggioramento delle aspettative di inflazione.

<sup>94</sup> Vedi paragrafo "Altre passività del settore statale".

<sup>95</sup> Lo stock dei titoli esteri include gli importi relativi alle emissioni obbligazionarie di ISPA che, al 31 dicembre 2014, risultavano pari a 8.606 milioni.

Il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha modificato, in due occasioni, i parametri di riferimento della politica monetaria. Nella riunione del 5 giugno è stato ridotto di 10 punti base (p.b.) il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (0,15%), di 35 p.b. il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (0,40%) e di 10 p.b. quello sui depositi, che per la prima volta ha assunto un valore negativo (-0,10%). Contestualmente sono state annunciate delle misure tese a favorire l'erogazione del credito all'economia reale, quali le operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) per i mesi di settembre e dicembre, con scadenza settembre 2018, le cui condizioni sono legate all'ammontare totale dei prestiti erogati dalle banche al settore privato non finanziario dell'area dell'euro. Nella riunione del 4 settembre, il Consiglio ha deciso l'ulteriore taglio di 10 p.b. dei tassi di interesse e ha annunciato l'avvio per ottobre di due programmi di acquisto di attività finanziarie: uno relativo ad attivi cartolarizzati di tipo ABS (*asset-backed securities*), in base al quale l'Eurosistema ha la possibilità di acquistare titoli emessi per la cartolarizzazione di crediti verso il settore privato non finanziario dell'area dell'euro, e l'altro relativo a obbligazioni garantite ed emesse da istituzioni finanziarie monetarie domiciliate nell'area dell'euro. Questi programmi, che avranno una durata non inferiore ai due anni, servirebbero anche a migliorare le indicazioni prospettiche del Consiglio sui tassi di riferimento.

A fine ottobre anche la Banca del Giappone ha annunciato l'espansione del suo programma di allentamento monetario quantitativo e qualitativo, inaugurato ad aprile 2013, fissando l'incremento annuo della base monetaria a circa 80 mila miliardi di yen. Parallelamente, è stato ampliato il programma di acquisto di titoli di Stato, affinché la consistenza in essere cresca al ritmo annuo di 80 mila miliardi di yen e la loro durata media residua si collochi nel segmento sette-dieci anni.

A fronte del generale miglioramento delle prospettive economiche negli Stati Uniti, invece, il *Federal Open Market Committee* ha annunciato più volte la riduzione del ritmo mensile degli acquisti di attività finanziarie (c.d. *tapering*). A settembre questo programma proseguiva per 15 miliardi di dollari di acquisti mensili, mentre ne veniva annunciata la definitiva conclusione nella riunione del 29 ottobre. L'intervallo obiettivo per il tasso sui *Federal Fund* è rimasto compreso tra 0 e 0,25 per cento.

La normalizzazione del mercato secondario, insieme al calo delle aspettative di inflazione e del livello generale dei tassi di interesse in Europa, ha favorito una continua riduzione dei rendimenti dei titoli di Stato italiani durante tutto il 2014, sia pur interrotta in alcuni periodi di più intensa volatilità.

Già negli ultimi mesi del 2013, i segnali di miglioramento dell'economia statunitense avevano determinato una reazione positiva dei mercati dell'area dell'euro. Dato l'indebolimento della crescita cinese, l'annuncio del *tapering* ha iniziato ad alimentare timori per la congiuntura politica ed economica dei paesi emergenti e, di conseguenza, si è verificato un notevole deflusso di capitali da questi mercati verso quelli dell'area dell'euro. Tale liquidità è risultata, in parte, investita in titoli del debito dei paesi periferici, soprattutto italiani e spagnoli.

Da febbraio 2014 si è delineata una più netta tendenza al ribasso nei rendimenti di mercato che è proseguita regolarmente fino a maggio, soprattutto dopo la diffusione dei dati sull'inflazione europea, che ha alimentato crescenti aspettative in merito ai futuri interventi della BCE per contrastarne il rallentamento. Tale ribasso, che ha inizialmente interessato i rendimenti decennali, si è progressivamente esteso alle scadenze a breve termine, sia pure in misura relativamente minore, e ha favorito il recupero di una più fisiologica inclinazione nella struttura a termine dei tassi di mercato. Oltre alla flessione dei rendimenti in

termini assoluti, la compressione dei differenziali tra i titoli di Stato evidenziava un ritorno della fiducia degli investitori rispetto ai paesi dell'area dell'euro che, nei periodi precedenti, avevano sperimentato le maggiori tensioni.

Dal mese di maggio, invece, si è registrato un aumento di volatilità per il diffondersi di notizie relative all'aggravarsi della crisi politica in Ucraina e all'approssimarsi delle elezioni europee, il cui esito poteva condizionare i processi di riforma nei paesi periferici. Un altro fattore di incertezza è derivato dalla pubblicazione dei dati di crescita per il primo trimestre dell'anno, riferiti sia all'area dell'euro nel suo complesso che ai singoli paesi, tra i quali l'Italia, poiché risultati inferiori alle previsioni. Dopo la pubblicazione degli esiti elettorali, questa incertezza si è in parte attenuata e i rendimenti italiani si sono riportati in prossimità dei valori registrati all'inizio di maggio. Si rilevava, inoltre, l'appiattimento della curva per effetto del calo pronunciato sull'intero tratto dai 5 ai 30 anni.

Il quadro congiunturale è andato poi peggiorando sia a livello internazionale, per la perdita di slancio nella crescita dei principali paesi emergenti, sia a livello dell'area dell'euro, dove i dati per il secondo trimestre dell'anno confermavano il rallentamento dell'inflazione e dell'attività economica. In tale contesto cresceva la domanda del *Bund* tedesco, considerato quale bene rifugio, il cui rendimento decennale toccava infatti il proprio minimo storico (0,74%) all'inizio di settembre. Il peggioramento dei tassi sui mercati periferici, tuttavia, è risultato limitato grazie ai segnali di apertura del presidente della BCE, seguiti dall'annuncio del 4 settembre, sull'impiego di strumenti monetari per combattere la deflazione e la bassa crescita. Il rendimento del BTP a 10 anni iniziava a registrare un significativo calo già dal 25 agosto, protrattosi fino alla fine di settembre.

Tra ottobre e la fine dell'anno, la fragilità macroeconomica e i timori connessi all'annuncio delle elezioni politiche in Grecia hanno riportato instabilità sul mercato dei BTP. I movimenti al rialzo si sono però riassorbiti in tempi brevi e i rendimenti si sono mantenuti su livelli bassi, beneficiando anche delle crescenti aspettative che la BCE potesse ricorrere ad interventi diretti sul mercato secondario dei titoli governativi dell'area dell'euro.

Durante il periodo in esame, è evidente che gli annunci della banca centrale abbiano contribuito al contenimento della volatilità dei rendimenti dei titoli di Stato italiani, compresi i giorni della pubblicazione dei giudizi delle agenzie di *outlook* e cioè il 6 giugno, quando *Standard&Poor's* ha confermato la valutazione sul merito di credito della Repubblica (triplo B) e l'*outlook* negativo, e il 5 dicembre in cui c'è stato il declassamento di un ulteriore grado per le incerte prospettive di crescita, sia pure con *outlook* stabile.

Il differenziale dei rendimenti italiani si è significativamente ridotto rispetto ai tassi del debito degli altri paesi dell'area euro. Nei confronti del *Bund*, il differenziale di rendimento del BTP a dieci anni (*spread*) è nel complesso diminuito di 81 p.b., nonostante il picco di 224 p.b. registrato nell'ultima settimana di gennaio. Su quest'ultimo hanno pesato il dato sulla produzione della Cina al di sotto delle attese e l'annuncio del *tapering*, che hanno alimentato la domanda di attività ritenute più sicure. A fine 2014, quindi, lo *spread* decennale si è attestava intorno al valore di 134 p.b. rispetto ai 215 p.b. di dicembre 2013.

Il differenziale del titolo trentennale è passato dai precedenti 218 p.b. ai 187 p.b. di fine 2014.

Il miglioramento della percezione del rischio di credito dell'Italia è misurato anche dai differenziali in *asset swap* dei titoli di Stato italiani che hanno, infatti, registrato un apprezzabile restringimento su tutte le scadenze. Il differenziale del