

**Tabella A-3 – Bilancio dello Stato: Incassi rettificati realizzati al secondo trimestre del triennio 2008 – 2010 (in milioni di euro)**

	Gennaio - Giugno			Variazioni 2010/2009	
	2008	2009	2010	Absolute	%
<b>IMPOSTE DIRETTE <sup>(20)</sup></b>	<b>103.217</b>	<b>102.229</b>	<b>96.941</b>	<b>-5.288</b>	<b>-5,2</b>
- IRE	76.925	74.256	76.604	2.348	3,2
- IRES	14.850	16.789	12.280	-4.509	-26,9
- Sostitutiva	7.310	7.505	3.266	-4.239	-56,5
- Ritenuta sui dividendi	365	205	161	-44	-21,5
- Rivalutazione beni d'impresa	121	5	6	1	20,0
- Altre	3.646	3.469	4.624	1.155	33,3
<b>IMPOSTE INDIRETTE <sup>(20)</sup></b>	<b>81.318</b>	<b>74.718</b>	<b>75.906</b>	<b>1.188</b>	<b>1,6</b>
<b>AFFARI</b>	<b>61.737</b>	<b>54.075</b>	<b>55.718</b>	<b>1.643</b>	<b>3,0</b>
- IVA	51.121	44.348	46.371	2.023	4,6
- Registro, bollo e sostitutiva	4.452	3.913	3.972	59	1,5
<b>PRODUZIONE</b>	<b>12.090</b>	<b>12.942</b>	<b>12.280</b>	<b>-662</b>	<b>-5,1</b>
- Oli minerali	9.531	9.214	8.897	-317	-3,4
<b>MONOPOLI</b>	<b>4.789</b>	<b>4.829</b>	<b>4.892</b>	<b>63</b>	<b>1,3</b>
- Tabacchi	4.786	4.827	4.889	62	1,3
<b>LOTTO</b>	<b>2.702</b>	<b>2.872</b>	<b>3.016</b>	<b>144</b>	<b>5,0</b>
<b>TOTALE ENTRATE TRIBUTARIE</b>	<b>184.535</b>	<b>176.947</b>	<b>172.847</b>	<b>-4.100</b>	<b>-2,3</b>
<b>ALTRE ENTRATE <sup>(21)</sup></b>	<b>14.385</b>	<b>22.401</b>	<b>16.228</b>	<b>-6.173</b>	<b>-27,6</b>
di cui					
- Contributi S.S.N. e R.C. auto	1.006	1.094	803	-291	-26,6
- Condoni edilizio	46	37	30	-7	-18,9
- Risorse proprie U.E.	2.329	2.896	2.296	-600	-20,7
- Vendita beni e servizi	2.361	2.058	1.612	-446	-21,7
- Trasferimenti in conto capitale da Regioni	0	6.060	2.744	-3.316	-54,7
<b>TOTALE <sup>(22) (23)</sup></b>	<b>198.920</b>	<b>199.348</b>	<b>189.075</b>	<b>-10.273</b>	<b>-5,2</b>

### A.2.1 Entrate tributarie

Per il comparto tributario sono stati realizzati per il primo semestre 2010 introiti pari a 172.847 milioni contro i 176.947 milioni dell'anno 2009 (-2,3%). L'andamento negativo del gettito ha interessato le imposte dirette (-5.288 milioni), mentre si osserva un aumento per le imposte indirette (+1.188 milioni).

### A.2.2 Imposte dirette

Nella Tabella A-4 viene analizzato nel dettaglio l'andamento dei principali tributi diretti. L'incremento osservato per l'IRE (+2.348 milioni) è ascrivibile principalmente alle ritenute sui dipendenti pubblici (+1.347 milioni) e sull'andamento dell'autotassazione, sia in acconto che a saldo (+370 milioni, nel complesso).

<sup>20</sup> Comprende la quota di condono, ancora da ripartire, di spettanza dell'erario, stimata in 45 milioni, attribuibile per 36 milioni alle imposte dirette e per 9 milioni alle indirette.

<sup>21</sup> Al netto delle retrocessioni e dietimi (cap. 3240) pari a 2.077 milioni per il 2008, 2.080 milioni per il 2009 e 1.202 milioni per il 2010.

<sup>22</sup> Al netto della quota versamenti da parte della Struttura di Gestione, relativi ad anni precedenti (1.360 milioni per il 2008, 1.393 milioni per il 2009 e 303 milioni per il 2010).

<sup>23</sup> Comprende le giacenze della Struttura di Gestione di competenza del mese di giugno, ma contabilizzate nei mesi successivi (226 milioni per il 2008, 307 milioni per il 2009 e 254 milioni per il 2010).

A tutto giugno, per l'IRE si è registrata, rispetto allo scorso anno, una flessione, pari nel suo complesso a 4.509 milioni, riconducibile soprattutto a maggiori versamenti per l'autotassazione a saldo (-4.836 milioni), a fronte di un aumento dell'acconto (+296 milioni).

Per le ritenute sui redditi da capitale, si osserva una riduzione pari a 4.239 milioni, scaturito soprattutto dall'andamento delle ritenute sui depositi bancari (-3.651 milioni).

Tabella A-4 – Bilancio dello Stato: Analisi degli incassi principali imposte dirette (in milioni di euro)

	Gennaio – Giugno			Variazioni 2010/2009	
	2008	2009	2010	Absolute	%
<b>IRE</b>	<b>76.925</b>	<b>74.256</b>	<b>76.604</b>	<b>2.348</b>	<b>3,2</b>
Ruoli	484	487	581	94	19,3
Ritenute sui dipendenti pubblici	29.095	30.751	32.098	1.347	4,4
sui dipendenti privati	35.350	33.501	33.580	79	0,2
d'acconto per redditi di lavoro autonomo	6.969	6.635	6.684	49	0,7
Versamenti a saldo per autotassazione	1.810	961	1.269	308	32,0
acconto per autotassazione	2.898	1.886	1.948	62	3,3
Accertamento con adesione	319	35	444	409	1.168,6
<b>IRES</b>	<b>14.850</b>	<b>16.789</b>	<b>12.280</b>	<b>-4.509</b>	<b>-26,9</b>
Ruoli	93	170	209	39	22,9
Versamenti a saldo per autotassazione	5.401	9.324	4.488	-4.836	-51,9
acconto per autotassazione	9.099	6.918	7.214	296	4,3
Accertamento con adesione	257	377	369	-8	-2,1
<b>RITENUTE SUI REDDITI DA CAPITALE</b>	<b>7.310</b>	<b>7.505</b>	<b>3.266</b>	<b>-4.239</b>	<b>-56,5</b>
Ritenute sulle obbligazioni	82	76	60	-16	-21,1
sui depositi bancari	3.211	4.248	597	-3.651	-85,9
Imp. sost. sugli interessi, premi ed altri frutti di talune obblig. di cui D. Lgs. 1.4.96, n. 239	3.520	2.741	2.216	-525	-19,2
Altre ritenute	497	440	393	-47	-10,7

### A.2.3 Imposte indirette

Nel comparto delle imposte indirette (Tabella A-6) si registra una variazione positiva dell'1,6 per cento, pari a 1.188 milioni, determinata dall'andamento della categoria "Affari" (+1.643 milioni), imputabile, soprattutto, all'IVA (+2.023 milioni), il cui andamento è illustrato in dettaglio nella Tabella A-5, mentre si osserva una flessione per l'imposta sulle assicurazioni (-581 milioni).

Per la categoria della Produzione, sui consumi e dogane, si osserva invece una riduzione di gettito pari a 662 milioni (-5,1%), che ha interessato, principalmente, l'imposta di consumo sul gas metano (-316 milioni) e le accise sugli minerali (-317 milioni).

L'aumento di gettito verificatosi per la categoria dei Monopoli (+63 milioni), è da imputare all'andamento dell'imposta di consumo sui tabacchi, mentre per la categoria del Lotto si osserva una variazione positiva (+144 milioni) nonostante i minori proventi relativi ai giochi del lotto e del superenalotto (-180 milioni).



Tabella A-5 – Bilancio dello Stato: Analisi degli incassi per l'IVA (in milioni di euro)

	Gennaio - Giugno			Variazioni 2010/2009	
	2008	2009	2010	Assolute	%
<b>IVA contabilizzata a bilancio <sup>(24)</sup></b>	<b>52.593</b>	<b>46.323</b>	<b>47.630</b>	<b>1.307</b>	<b>2,8</b>
Scambi interni	44.421	40.514	40.735	221	0,5
Importazioni	7.545	5.210	6.126	916	17,6
Ruoli	533	476	651	175	36,8
Accert. con adesione	93	122	117	-5	-4,1
Regolariz. omessi vers.	0	0	0	0	
<b>RETTIFICHE:</b>					
Quota gettito 2007 imputata al bilancio 2008	-257				
2008 imputata al bilancio 2009		-117			
2008 imputata al bilancio 2010			-3		
Ripartito nei mesi successivi a giugno	+33	+38	+40		
<b>TOTALE IVA LORDA RETTIFICATA</b>	<b>52.369</b>	<b>46.244</b>	<b>47.667</b>	<b>1.423</b>	<b>3,1</b>
IVA U.E.	-1.248	-1.896	-1.296		
<b>TOTALE IVA NETTA <sup>(25)</sup></b>	<b>51.121</b>	<b>44.348</b>	<b>46.371</b>	<b>2.023</b>	<b>4,6</b>

Tabella A-6 – Bilancio dello Stato: Analisi degli incassi per le altre imposte indirette (dati netti in milioni di euro)

	Gennaio - Giugno			Variazioni 2010/2009	
	2008	2009	2010	Assolute	%
<b>IMPOSTE INDIRETTE</b>	<b>81.318</b>	<b>74.718</b>	<b>75.906</b>	<b>1.188</b>	<b>1,6</b>
<b>AFFARI - di cui:</b>	<b>61.737</b>	<b>54.075</b>	<b>55.718</b>	<b>1.643</b>	<b>3,0</b>
IVA	51.121	44.348	46.371	2.023	4,6
Registro, bollo e sostitutiva	4.452	3.913	3.972	59	1,5
Assicurazioni	1.350	1.213	632	-581	-47,9
Ipotecaria	1.168	937	1.004	67	7,2
Canone RAI	1.563	1.572	1.606	34	2,2
Conc. Governative	856	877	897	20	2,3
Successioni e donazioni	159	218	223	5	2,3
<b>PRODUZIONE - di cui:</b>	<b>12.090</b>	<b>12.942</b>	<b>12.280</b>	<b>-662</b>	<b>-5,1</b>
Oli minerali	9.531	9.214	8.897	-317	-3,4
Gas metano	828	2.158	1.842	-316	-14,6
Spiriti	274	254	239	-15	-5,9
Gas incond. raffinerie e fabb.	255	258	265	7	2,7
Energia elettrica	756	730	673	-57	-7,8
Sovrimposta di confine	37	31	28	-3	-9,7
<b>MONOPOLI - di cui:</b>	<b>4.789</b>	<b>4.829</b>	<b>4.892</b>	<b>63</b>	<b>1,3</b>
Tabacchi	4.786	4.827	4.889	62	1,3
<b>LOTTO:</b>	<b>2.702</b>	<b>2.872</b>	<b>3.016</b>	<b>144</b>	<b>5,0</b>
Provento del lotto e superenalotto	1.293	1.195	1.015	-180	-15,1
Altre	1.409	1.677	2.001	324	19,3

### A.2.4 Entrate non tributarie

Se si considerano le entrate extratributarie, al netto dei dietimi di interessi e altri proventi connessi alla gestione del debito (i quali passano dai 2.080 milioni nel 2009 ai 1.202 milioni nel 2010), si evidenzia una riduzione di 6.173 milioni, scaturita soprattutto, dal venir meno degli effetti normativi relativi ai trasferimenti in conto capitale effettuati dalle Regioni a

<sup>24</sup> Considera IVA UE.

<sup>25</sup> Al netto dell'IVA UE.

statuto ordinario che nel mese di giugno 2009 erano pari a 6.060 milioni, mentre nel 2010 hanno subito una riduzione del 54,7 per cento.

### **A.3 Analisi dei pagamenti**

L'analisi dei pagamenti finali netti effettuati nel primo semestre dell'esercizio finanziario 2010 è esposta nella Tabella A-7 a raffronto con gli analoghi pagamenti del corrispondente periodo del precedente esercizio. Nei suddetti pagamenti sono state consolidate le spese della Presidenza del Consiglio dei Ministri, della Corte dei Conti, del Tar e delle Agenzie fiscali al fine di rendere le spese del Bilancio dello Stato in linea con il conto economico del settore istituzionale del comparto Stato elaborato secondo i dati del sistema di contabilità nazionale. A tal proposito, si ritiene utile segnalare che per alcune tipologie di spesa, come per esempio i "Redditi da lavoro dipendente", pur in assenza di trasferimenti da parte del bilancio, si sono comunque registrati esborsi mediante tiraggio dalla Tesoreria.

I pagamenti, per spese finali, indicati nella tabella "Bilancio dello Stato: Risultati di sintesi giugno 2008/2009/2010", sono pari a 220.007 milioni, sono costituiti per il 91,1 per cento da spese di natura corrente (200.432 milioni). Questi ultimi, rispetto allo stesso periodo dell'esercizio 2009, registrano un forte decremento di 7.805 milioni, mentre risulta più contenuta la flessione delle spese in conto capitale (-3.461 milioni).

**Tabella A-7 – Bilancio dello Stato: Analisi dei pagamenti effettuati nei primi sei mesi del triennio 2008 – 2010 (in milioni di euro)**

	Gennaio - Giugno			Variazioni 2010/2009	
	2008	2009	2010	Differenze	%
<b>PAGAMENTI CORRENTI</b>					
Redditi da lavoro dipendente	45.826	45.235	44.049	-1.186	-2,6
Consumi intermedi	5.238	4.569	4.230	-339	-7,4
IRAP	2.572	2.434	2.350	-84	-3,5
Trasferimenti correnti ad Amm.ni pubbliche:	57.593	72.783	76.629	3.846	5,3
Amministrazioni centrali	2.278	2.432	2.137	-295	-12,1
Amministrazioni locali:	23.801	45.391	50.596	5.205	11,5
Regioni	10.849	30.959	34.885	3.926	12,7
Comuni e Province	8.092	9.543	10.540	997	10,5
altre	4.859	4.889	5.171	282	5,8
Enti previdenziali e di assistenza sociale	31.514	24.961	23.896	-1.065	-4,3
Trasferimenti correnti a famiglie e ISP	2.276	1.662	2.806	1.144	68,9
ad imprese	1.912	1.592	1.685	93	5,9
ad estero	876	879	940	61	6,9
Risorse proprie CEE	11.058	11.929	11.789	-140	-1,2
Interessi passivi e redditi da capitale	37.661	36.453	32.614	-3.839	-10,5
Poste correttive e compensative	27.728	30.541	22.668	-7.873	-25,8
Ammortamenti	0	0	0	0	.....
Altre uscite correnti	202	160	672	512	.....
<b>TOTALE PAGAMENTI CORRENTI</b>	<b>192.942</b>	<b>208.237</b>	<b>200.432</b>	<b>-7.805</b>	<b>-3,7</b>
<b>PAGAMENTI DI CAPITALI</b>					
Investimenti fissi lordi e acquisti di terreni	2.272	2.102	2.297	195	9,3
Contributi agli investimenti ad Amm.ni pubb:	13.057	11.158	10.333	-825	-7,4
Amministrazioni centrali	9.663	6.968	6.970	2	0,0
Amministrazioni locali:	3.284	4.189	3.184	-1.005	-24,0
Regioni	1.614	2.165	1.898	-267	-12,3
Comuni e Province	1.403	1.798	1.089	-709	-39,4
altre	267	226	197	-29	-12,7
Enti previdenziali e di assistenza sociale	110	1	179	178	.....
Contributi agli investimenti a famiglie e ISP	25	56	16	-40	-71,4
ad imprese	3.331	3.880	3.242	-638	-16,4
ad estero	284	347	342	-5	-1,4
Altri trasferimenti in conto capitale	1.954	5.328	1.197	-4.131	-77,5
Acquisizione di attività finanziarie	2.432	165	2.148	1.983	.....
<b>TOTALE PAGAMENTI DI CAPITALI</b>	<b>23.355</b>	<b>23.036</b>	<b>19.575</b>	<b>-3.461</b>	<b>-15,0</b>
<b>TOTALE PAGAMENTI</b>	<b>216.297</b>	<b>231.273</b>	<b>220.007</b>	<b>-11.266</b>	<b>-4,9</b>



## **A.4 Spese aventi impatto diretto sull'indebitamento netto della P.A**

### **A.4.1 Spese correnti**

Rispetto al primo semestre 2009, i pagamenti relativi a spese per i redditi da lavoro dipendente registrano una variazione negativa per circa 1.200 milioni, pari al 2,6 per cento, imputabile soprattutto alle retribuzioni lorde del comparto relativo alle Forze Armate, alle forze di Polizia e al comparto scuola.

I consumi intermedi parimenti, presentano una diminuzione (-339 milioni, -7,4%), che ha interessato in particolar modo le spese per il funzionamento amministrativo e didattico delle istituzioni scolastiche, quelle relative a Banca d'Italia per le commissioni su titoli e le spese di funzionamento del Ministero della Difesa.

Le Risorse proprie U.E. ed i trasferimenti correnti alle imprese (1.685 milioni) risultano in linea, rispetto a giugno 2009, mentre i trasferimenti correnti a famiglie (2.806 milioni), presentano un incremento del 68,9 per cento, imputabile, in particolare, a maggiori contributi ai partiti politici ed alla CEI.

I pagamenti per interessi passivi nel complesso si riducono del 10,5 per cento, per effetto di minori interessi pagati sui buoni postali fruttiferi, su conti correnti di tesoreria e sui titoli del debito pubblico.

### **A.4.2 Spese in conto capitale**

I pagamenti per gli investimenti fissi lordi sono pari a 2.297 milioni, sostanzialmente in linea con quelli di giugno 2009.

I contributi agli investimenti alle imprese registrano un decremento nei pagamenti pari a 16,4 per cento, derivante, in particolare, da minori trasferimenti al gruppo Ferrovie dello Stato (-1.400 milioni circa). Tuttavia, all'interno del comparto in esame, si evidenzia una crescita dei pagamenti per:

- il bonus occupazionale (+200 milioni) previsto per i datori di lavoro che nel periodo compreso tra l'01/01/2008 e il 31/12/2008, incrementano il numero dei lavoratori dipendenti (Legge Finanziaria n. 244/2007 art. 2, comma 547);
- il reintegro delle anticipazioni concesse a favore di Alitalia – Linee aeree italiane S.p.A. (+300 milioni) per consentirle di far fronte a pressanti fabbisogni di liquidità (D.L. n. 80/2008 art. 1, comma 1);
- il Fondo per la finanza d'impresa (+390 milioni), quest'ultimo, ai sensi degli articoli 7 quinquies e 8 del D.L. n. 5/2009, risulta incrementato, per l'anno 2010, di 280 milioni.

## **A.5 Trasferimenti ad Amministrazioni pubbliche ed altri pagamenti**

Per le spese correnti non aventi impatto diretto sull'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni, si evidenzia, lo scostamento negativo per circa 7.900 milioni per le poste correttive e compensative delle entrate per effetto di momentanei disallineamenti dei versamenti alla contabilità speciale intestata alla struttura di gestione, che provvede alla regolazione contabile dei minori versamenti in entrata derivanti dalle compensazioni operate dai contribuenti.

I trasferimenti alle Amministrazioni pubbliche nel complesso risultano incrementati del 5,3 per cento rispetto a tutto giugno 2009. All'interno del comparto si registrano forti variazioni:

- una variazione positiva relativa alle amministrazioni locali, pari a 5.205 milioni, attribuibile in particolare al Fondo ordinamento Regioni a Statuto Speciale (+2.400 milioni circa), al Fondo per il federalismo (+1.300 milioni circa) ed alle somme relative alla compensazione dei minori introiti ICI conseguenti ad ulteriori detrazioni di imposta dovuta per le abitazioni principali (+1.000 milioni);
- una variazione negativa relativa agli Enti di previdenza per oltre 1.000 milioni, risultanti da minori pagamenti effettuati all'INPS relativi agli oneri pensionistici, compensati in parte da maggiori erogazioni a favore delle pensioni di invalidità che, nell'esercizio 2009, sono state erogate solo a partire dal mese di ottobre.

Relativamente ai pagamenti in conto capitale, si evidenzia il decremento relativo ai rimborsi pregressi ultradecennali (-823 milioni), per i quali l'articolo 9 del decreto legge n. 185 del 2008, convertito dalla legge n. 2 del 2009, ha attribuito specifiche risorse, attraverso l'utilizzazione delle disponibilità rinvenienti dall'autorizzazione di spesa di cui all'art. 1 del decreto-legge 15 settembre 2006, n. 258, convertito, con modificazioni, dalla legge 10 novembre 2006, n. 278 (sentenza IVA auto), destinate a fronteggiare gli oneri derivanti dalla liquidazione dei suddetti rimborsi e versate a tal fine nella contabilità speciale n. 1778.

Infine, si sottolinea l'incremento di circa 2.000 milioni dei pagamenti per acquisizione di attività finanziarie, relativo alle somme destinate alla sottoscrizione di strumenti finanziari emesse da banche Italiane (D.L. n. 185/2008 art. 12).

PAGINA BIANCA



**Appendice B IL DEBITO DEL SETTORE STATALE****B.1 La consistenza del debito nel settore statale**

Al 30 giugno 2010 la consistenza del debito del settore statale è risultata pari a 1.665.197 milioni, con un incremento in valore assoluto che si attesta a +81.859 milioni nell'arco dei dodici mesi, corrispondente ad una variazione del +5,2 per cento, mentre, rispetto al 31 dicembre 2009, sullo *stock* complessivo si è riscontrato un aumento pari a +44.673 milioni, corrispondente ad un aumento del +2,7 per cento, di cui l'1,2 per cento in più (pari a +20.107 milioni) nel trimestre in esame.

Le cospicue necessità di finanziamento verificatesi nel secondo trimestre 2010 sono da ricondursi principalmente all'andamento ciclico del fabbisogno, maggiormente accentuato nei primi sei mesi dell'anno.

**B.1.1 Scadenze dei titoli di Stato**

Nel secondo trimestre 2010 il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 99.475 milioni a fronte dei 152.287 milioni dello stesso periodo del 2009, con un decremento del 34,7 per cento.

Tabella B-1 — Titoli di Stato in scadenza al netto delle operazioni di concambio (in milioni di euro)

	II trimestre 2009	III trimestre 2009	IV trimestre 2009	I trimestre 2010	II trimestre 2010
<b>Totali a breve termine</b>	<b>71.548</b>	<b>73.413</b>	<b>66.647</b>	<b>55.553</b>	<b>56.895</b>
di cui: BOT	69.246	70.950	65.450	55.553	56.895
Carta commerciale	2.302	2.463	1.017		
<b>Totali a medio-lungo termine</b>	<b>80.739</b>	<b>22.873</b>	<b>45.055</b>	<b>44.168</b>	<b>42.580</b>
di cui: CTZ, CCT e BTP	78.504	22.169	45.055	42.839	42.580
Titoli esteri	2.235	704		1.329	
<b>TOTALE</b>	<b>152.287</b>	<b>96.286</b>	<b>111.522</b>	<b>99.721</b>	<b>99.475</b>

In dettaglio, il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 56.895 milioni, rappresentati unicamente da emissioni di BOT. Nello stesso comparto, nel medesimo periodo del 2009 erano stati invece rimborsati 71.548 milioni, rappresentati da 69.246 milioni di BOT e 2.302 di carta commerciale.

Nel comparto a medio-lungo termine sono stati rimborsati titoli per 42.580 milioni, anche in questo caso rappresentati unicamente da titoli domestici. Nel secondo trimestre 2009 erano stati rimborsati 80.739 milioni, di cui 2.235 milioni erano titoli esteri.

Figura App. B-1 : Titoli in scadenza a breve termine.

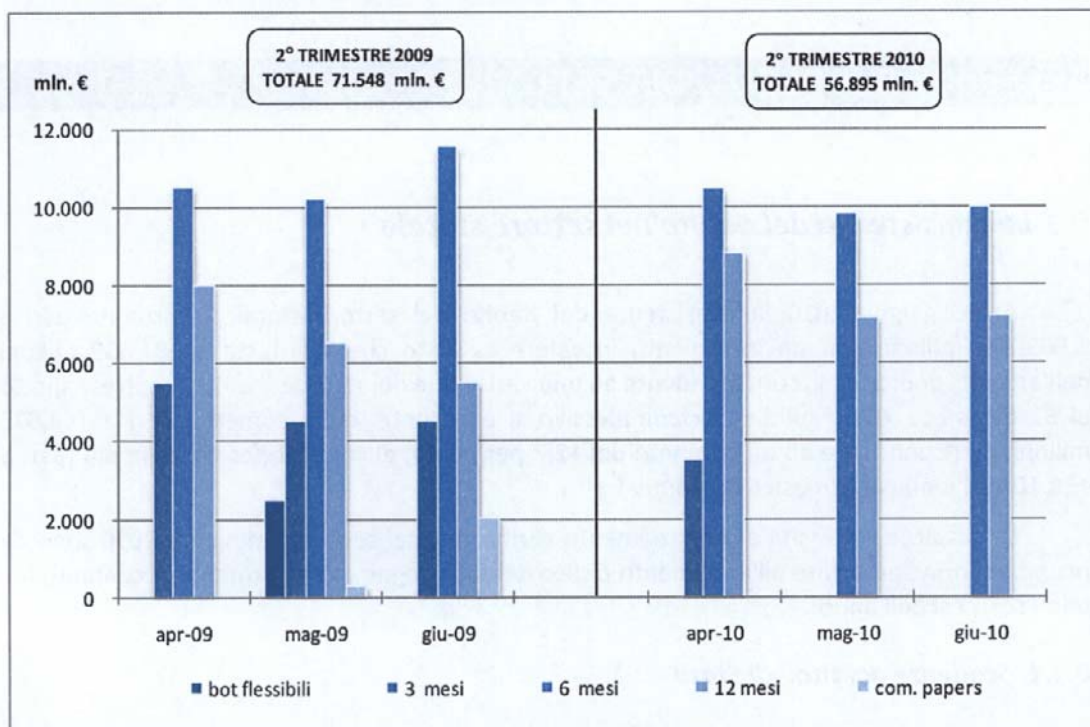
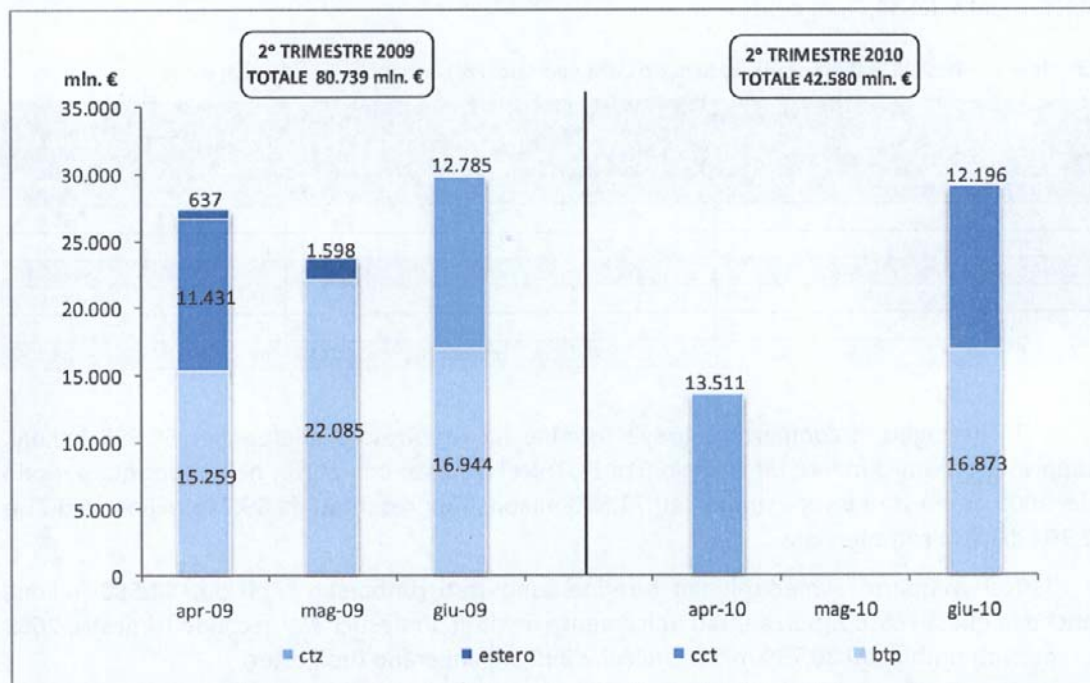


Figura App. B-2 : Titoli in scadenza a medio – lungo termine.



(Nota: sono comprese le operazioni di concambio e di riduzione del debito.)

**B.1.2 Emissioni e consistenze dei titoli di Stato**

Il trimestre in corso è stato caratterizzato da uno scenario estremamente volatile e da forti tensioni sui mercati dei titoli di Stato che, alimentate dalla situazione della Grecia, hanno successivamente coinvolto tutti i paesi dell'area euro. Il Tesoro, per far fronte a queste condizioni di estrema incertezza, ha introdotto ulteriori elementi di flessibilità mantenendo, al contempo, il proprio impegno al rispetto del calendario annuale di emissione. In particolare, considerato che la volatilità si è concentrata sulla parte a breve e a medio termine della curva, è stato deciso di ridurre i quantitativi medi di emissione per i BOT, CTZ e BTP a 3 anni, per far fronte ad una domanda ridotta degli investitori, spaventati da una volatilità insolita per tali tipologie di titoli. Inoltre, specificatamente per i BOT, è stata data la possibilità ad ogni operatore di proporre cinque offerte, invece di tre, in modo da facilitare il processo di formazione dei prezzi in un contesto di mercato estremamente incerto. Infine, per il settore medio-lungo, è stato deciso di aumentare la forchetta dell'ammontare in emissione per meglio calibrare l'offerta in funzione della domanda.

Nel secondo trimestre 2010, sul mercato interno sono stati emessi complessivamente 119.497 milioni di titoli di Stato, con un decremento del 22,1 per cento rispetto ai 153.421 milioni del corrispondente trimestre del 2009.

**Tabella B-2 – Emissioni lorde di titoli di Stato non incluse le operazioni di concambio**

	II trimestre 2009	III trimestre 2009	IV trimestre 2009	I trimestre 2010	II trimestre 2010
BOT	74.100	63.876	37.570	66.085	55.250
CTZ	11.600	12.150	6.050	13.101	9.524
BTP	54.055	49.013	25.547	45.919	44.241
BTP€I	5.491	3.413	3.500	3.130	6.120
CCT	8.175	9.236	4.889	7.617	4.362
TOTALE	153.421	137.687	77.556	135.852	119.497

Nel corso del trimestre sono stati emessi 55.250 milioni di BOT (di cui 20.900 milioni annuali, 27.850 milioni semestrali e 6.500 milioni trimestrali), con un decremento di oltre il 25,0 per cento rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, determinato principalmente dalla mancata emissione di titoli flessibili e al ridotto utilizzo dei BOT trimestrali che, in quanto tipici strumenti di gestione di tesoreria, hanno beneficiato di una ridotta volatilità inframensile del fabbisogno.

In particolare, il BOT annuale, che ha registrato emissioni nette negative pari a -2.250 milioni, è stato offerto con regolarità a metà mese, determinando gli importi in funzione della domanda e delle condizioni di mercato. In particolare, considerata l'elevata domanda non sufficientemente soddisfatta nell'asta tenutasi il 10 giugno, il Tesoro ha disposto che il collocamento supplementare del giorno successivo del BOT annuale fosse commisurato al 20,0 per cento dell'ammontare nominale offerto nell'asta ordinaria.

Regolari sono state le emissioni anche del BOT semestrale, svolte come di consueto a fine mese, con quantitativi in offerta leggermente inferiori agli importi in scadenza, determinando emissioni nette negative pari a -2.395 milioni.

Infine, il BOT trimestrale è stato emesso nelle aste di aprile e giugno, per un ammontare complessivo pari a 6.500 milioni, a fronte di scadenze pari a 3.500 milioni.

In definitiva, lo stock dei BOT ha riscontrato un decremento di -1.645 milioni rispetto al dato del trimestre precedente, mentre rispetto a fine giugno 2009 vi è stata una marcata



riduzione, pari a -26.067 milioni. A fine trimestre il circolante dei BOT si è attestato all'8,9 per cento, rispetto al 11,1 per cento dell'anno precedente.

Nel secondo trimestre 2010 sono state effettuate quattordici operazioni nell'ambito dell'operatività OPTES (gestione giornaliera della liquidità), tutte di raccolta di durata *overnight* (cioè con regolamento nella giornata lavorativa successiva a quella in cui viene conclusa l'operazione) per un importo medio assegnato di circa 1.053 milioni. Stante la durata delle stesse, il saldo di queste operazioni a fine trimestre è stato pari a zero.

Nel secondo trimestre 2010 sono stati emessi 9.524 milioni di CTZ con un decremento del 17,9 per cento rispetto a quanto emesso nel corrispondente trimestre del 2009. Le emissioni nette sono state negative e pari a -3.987 milioni poiché, a fronte di emissioni pari a complessivi 9.524 milioni, vi è stata una scadenza per un ammontare di 13.511 milioni. Lo *stock* dei CTZ ha registrato un aumento pari a +15.613 milioni rispetto a giugno 2009 rappresentando, a fine trimestre, il 4,4 per cento dello *stock* complessivo di debito, rispetto al 3,7 per cento registrato alla fine dell'anno precedente.

In particolare, nell'asta di aprile è stato inaugurato il CTZ 30/04/2010-30/04/2012.

Il trimestre in esame è stato caratterizzato da collocamenti di BTP per tutte le scadenze. Inoltre, il Tesoro ha offerto anche due titoli *off-the-run* nell'asta che si è svolta a metà giugno, ovvero il BTP 01/08/2006-01/02/2017 e il BTP 01/08/2005-01/02/2037, che sono stati scelti in base alle condizioni della domanda e con l'obiettivo di migliorare l'efficienza delle negoziazioni sul mercato secondario.

In totale, le emissioni lorde di BTP nel secondo trimestre 2010 sono state pari a 44.241 milioni, con un decremento di circa il 18,0 per cento rispetto ai 54.055 milioni del secondo trimestre 2009. In dettaglio, considerando anche i titoli *off-the-run*, sono stati emessi 11.234 milioni di titoli triennali, 10.865 milioni di quinquennali, 15.951 milioni nel comparto fino a 10 anni, 4.930 milioni nella parte compresa tra gli 11 e i 15 anni e 1.261 milioni nel comparto tra i 16 e i 30 anni.

La parte più a breve termine della curva è stata caratterizzata dalla inaugurazione di due nuovi titoli, un triennale e un quinquennale. In particolare, dopo le ultime *tranche* del BTP 15/12/2009-15/12/2012, con cedola al 2,00 per cento, nell'asta di fine maggio (che regola ad inizio giugno) è stato emesso il BTP 01/06/2010-01/06/2013, con cedola al 2,00 per cento, per un ammontare pari a oltre 4 miliardi. Nel comparto a cinque anni, dopo le ultime *tranche* del BTP 15/01/2010-15/04/2015, con cedola al 3,00 per cento, nell'asta di metà giugno è stato collocato il BTP 15/01/2010-15/04/2015, con cedola pari al 3,00 per cento, per un ammontare pari a 4 miliardi.

Nel comparto fino a dieci anni, nell'asta di fine marzo, che regola ad inizio aprile, è stato inaugurato il nuovo decennale, il BTP 01/03/2010-01/09/2010, con cedola al 4,00 per cento, collocato per un importo superiore ai 6 miliardi, considerando anche la riapertura riservata agli specialisti. A fine trimestre, considerando le successive emissioni, il nuovo decennale ha raggiunto un circolante superiore ai 14 miliardi. Inoltre, nell'asta di metà giugno, è stato offerto il BTP 01/08/2006-01/02/2017, collocato per un ammontare pari a 1.739 milioni.

Sulla parte lunga della curva, sono continuate le emissioni del BTP quindicennale 01/03/2009-01/03/2025, collocato nel mese di aprile e maggio per un importo complessivo pari a 4.930 milioni. Infine, nel comparto fino a trent'anni, è stato collocato il BTP *off-the-run* 01/08/2005-01/02/2037, con cedola pari al 4,00 per cento, assegnato per un ammontare di 1.261 milioni.



Il circolante dei BTP ha registrato un incremento sia rispetto al trimestre precedente (pari a +27.362 milioni), sia nell'arco dei dodici mesi (pari a +94.699 milioni). In particolare, il forte incremento registrato nel corso dell'ultimo anno evidenzia come il Tesoro, nel far fronte all'esigenze di copertura, abbia perseguito una politica di riduzione del rischio di rifinanziamento, aumentando considerevolmente la vita media del debito, che si è stabilizzata sopra la soglia dei sette anni.

In termini percentuali, a fine marzo 2010, i BTP hanno raggiunto una quota del 56,9 per cento sullo *stock* complessivo del debito, registrando un aumento di circa tre punti percentuali e mezzo rispetto a fine giugno 2009.

Il comparto indicizzato è stato caratterizzato dall'emissione, avvenuta a fine aprile, di un nuovo *benchmark* decennale, il BTP€i 15/03/2010-15/09/2021, con cedola al 2,10 per cento.

Al collocamento, effettuato tramite sindacato, hanno partecipato oltre 120 investitori per una domanda complessiva di circa 4,1 miliardi, a fronte di un'offerta pari a 3 miliardi. Il 53,0 per cento dell'emissione è stato assegnato alle banche, mentre gli *asset managers* ed i fondi d'investimento si sono aggiudicati circa il 26,0 per cento dell'ammontare complessivo. Il 17,0 per cento è stato collocato presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo (fondi pensione e assicurazioni l'11,0%, banche centrali il 6,5%), mentre la quota sottoscritta da *hedge funds* è stata pari al 2,0 per cento.

La distribuzione geografica è risultata molto diversificata: oltre ad una elevata partecipazione degli investitori italiani, che si sono aggiudicati quasi il 29,0 per cento dell'emissione, di particolare rilievo sono state le quote sottoscritte da investitori residenti in Gran Bretagna (28,0%) e in Francia (29,0%). Notevole anche l'interesse dimostrato dagli altri paesi europei, che complessivamente si sono aggiudicati oltre l'11,0 per cento dell'emissione, tra cui Benelux (6,0%) e Scandinavia (2,0%). La quota sottoscritta da investitori asiatici è stata di circa il 2,0 per cento, mentre l'1,0 per cento è la quota collocata presso investitori nord americani.

Il nuovo decennale indicizzato è stato riofferto nei mesi di maggio e giugno, per un ammontare complessivo pari a 2.607 milioni. Invece, per quanto riguarda le altre scadenze, vi è stata un'emissione del BTP€i 15/09/09-15/09/41 per un ammontare pari a 513 milioni.

L'aumento complessivo del circolante rivalutato per l'inflazione nell'arco del trimestre è stato pari a +8.029 milioni, mentre, nell'arco dei dodici mesi si registra un incremento pari +18.608 milioni. In termini percentuali, i BTP indicizzati rappresentano il 6,8 per cento dello *stock* complessivo di debito.

Il trimestre in esame è stato caratterizzato dalle ultime emissioni degli attuali CCT che sono stati sostituiti, a partire dall'emissione di fine giugno che regola ad inizio luglio (e, pertanto, non è computata nel calcolo dello *stock* del debito del secondo trimestre), da un nuovo strumento a tasso variabile indicizzato all'Euribor, denominato CCTeu (Certificato di Credito del Tesoro indicizzato all'Euribor). Di tale prima operazione si darà conto nella prossima relazione.

L'indicizzazione della cedola al tasso Euribor 6 mesi è stata scelta con l'obiettivo di allargare la base degli investitori e rafforzare i livelli di efficienza e liquidità del mercato secondario di tali strumenti. Negli ultimi anni, gli attuali CCT, le cui cedole sono legate all'andamento del rendimento in asta del BOT 6 mesi, hanno mostrato, in alcune occasioni, *performance* subottimali sul mercato secondario, con livelli di volatilità di prezzo inconsueti per la natura dello strumento riconducibili al profilo prevalentemente domestico del mercato dei CCT a differenza degli altri titoli di Stato. Il nuovo parametro è, invece, uno dei principali

indicatori del mercato monetario dell'area euro e gode di ampia diffusione tra una vasta gamma di operatori del comparto obbligazionario europeo. Come tale esso presenta quindi i presupposti affinché il nuovo strumento benefici di una penetrazione maggiormente diversificata nei portafogli di operatori nazionali ed internazionali. Il nuovo strumento andrà a sostituire gradualmente i vecchi CCT.

La loro sostituzione con i nuovi CCTeu, che avverrà anche mediante successive operazioni di concambio, sarà effettuata con tempi e modi idonei a garantire la liquidità e l'efficienza sul mercato secondario. Il CCTeu sarà collocato, almeno in una fase di lancio iniziale, attraverso la modalità del consorzio sindacato di collocamento, composto da banche selezionate tra gli Specialisti in titoli di Stato, che potranno raccogliere ordini da investitori professionali e qualificati. Inoltre, al fine di agevolare una rapida diffusione del nuovo strumento, gli investitori istituzionali potranno, per quote limitate e predeterminate rispetto all'entità complessiva delle singole operazioni sindacate, aggiudicarsi i CCTeu anche riconsegnando CCT in circolazione detenuti nel proprio portafoglio. A regime, il CCTeu sarà offerto secondo le usuali modalità di collocamento dei titoli a medio-lungo termine, vale a dire tramite asta marginale a fine mese.

Il MEF, in ogni caso, si impegna ad assicurare, anche in futuro, la liquidità e l'efficienza del mercato secondario dei vecchi CCT attraverso tutti gli strumenti di gestione del debito disponibili, tra cui l'impegno a calibrare opportunamente gli importi dei BOT a 6 mesi offerti in asta, a scegliere oculatamente i titoli da riacquistare in concambio ed anche, ove necessario, a riaprire vecchi CCT. Le operazioni di concambio, comunque, non arriveranno a ridurre il flottante dei CCT in circolazione al punto di pregiudicarne la liquidità sul mercato secondario o l'operatività dei *market maker*. L'impegno a sostenere il comparto sarà mantenuto fino alla scadenza finale dei vecchi titoli, a tutela degli investitori che li detengono in portafoglio.

Nel trimestre in corso, le emissioni dei CCT sono avvenute regolarmente a fine mese, continuando a riproporre il CCT 01/03/2010-01/03/2017, collocato per un ammontare complessivo di 4.362 milioni. In presenza di una scadenza a giugno di 12.196 milioni, le missioni nette sono così risultate negative per 7.834 milioni.

In termini percentuali, i CCT rappresentano il 9,1 per cento dello *stock* complessivo di debito, rispetto all'11,5 per cento dell'anno precedente.

In definitiva, il totale dei titoli emessi sul mercato interno nel comparto BTP-BTP€i-CCT, esclusa l'operazione di concambio, è stato pari a 54.723 milioni, a fronte dei 67.721 milioni emessi nello stesso periodo dell'anno precedente.

Nel corso del secondo trimestre 2010 si è svolta anche un'operazione di concambio, in cui è stato offerto il BTP 01/08/2017 con cedola al 5,25 per cento per un importo di 1.290 milioni, al fine soprattutto di facilitare la liquidità del mercato secondario. Gli operatori hanno avuto la possibilità di presentare in riacquisto quattro BTP con scadenza 01/02/2011, 01/08/2011, 01/09/2011 e 01/02/2012 e il CCT con scadenza 01/11/2011.

L'operazione – riservata alla categoria degli specialisti in titoli di Stato – si è svolta il 20 maggio attraverso asta marginale con determinazione marginale del prezzo.

Tabella B-3 — Risultati dell'operazione di concambio del 20 maggio 2010

Data dell'asta	20/05/2010				
Data di regolamento	25/05/2010				
Titolo in emissione	BTP 01/08/17				
Importo assegnato (milioni di euro)	1.290				
Prezzo di aggiudicazione	112,27				
Cedola	5,25%				
Dietimi gg.	113				
Titoli in riacquisto	BTP 01/02/11	BTP 01/08/11	BTP 01/09/11	CCT 01/11/2011	BTP 01/02/12
Cedola	3,75%	5,25%	4,25%	0,55% <sup>(*)</sup>	5,00%
Prezzo di riacquisto	101,92	104,53	103,48	99,72	105,74
Ammontare riacquistato (milioni di euro)	66,090	354,433	254,956	90,068	621,127

(\*) Cedola semestrale in corso.

### B.1.3 Emissioni sui mercati esteri

Nel corso del secondo trimestre 2010 sono state effettuate emissioni sui mercati finanziari internazionali nel comparto a medio-lungo termine e in quello di mercato monetario di durata inferiore all'anno.

Nell'ambito del Programma *European Medium Term Notes*, è stata effettuata un'emissione in sterline a 5 anni per un ammontare pari a 300 milioni, nel mese di aprile, mediante collocamento privato (*private placement*). Contestualmente alla nuova emissione è stata effettuata, tramite *cross currency swap*, la copertura del rischio di cambio. In questo modo, assecondando la domanda che si concentrava su quel segmento, si è conseguito un significativo arbitraggio in termini di costi di finanziamento rispetto ai titoli domestici di pari durata.

Inoltre, nel mese di giugno, è stata effettuata un'emissione in euro per un ammontare pari a 250 milioni, mediante collocamento privato, con data di regolamento 11 giugno 2010 e scadenza 11 giugno 2060. Anche in questo caso, strutturando l'offerta in base a specifiche esigenze di singoli investitori, il Tesoro ha ridotto i costi di raccolta.

Nel comparto della raccolta sull'estero a breve termine, nell'ambito del Programma di Carta Commerciale, sono stati emessi quattro titoli in diverse valute (due in euro, uno in franchi svizzeri e l'ultimo in dollari), tutti con scadenza entro la fine dell'anno per un controvalore complessivo emesso pari a 1.079 milioni di euro.

Infine, sul fronte dei rimborsi, non si sono registrate scadenze, né nel comparto a breve né in quello a medio-lungo termine.

### B.1.4 Evoluzione dei rendimenti

Le turbolenze sui mercati dei titoli di Stato della Grecia, che si erano già intensificate nei primi mesi dell'anno, si sono bruscamente acuite a partire dalla seconda metà di aprile. Verso la fine del mese, l'agenzia di rating Standard & Poor ha ridotto il merito di credito del debito greco al livello speculativo, provocando crescenti difficoltà nel rifinanziamento dei titoli in scadenza. Le tensioni si sono estese anche ai titoli pubblici di altri paesi dell'area dell'euro, in particolare del Portogallo e, in misura minore, dell'Irlanda e della Spagna.

Per far fronte alla crisi della Grecia, il 2 maggio le autorità dell'Unione Europea (UE) e i paesi membri dell'area dell'euro hanno concordato un piano di sostegno finanziario che



prevede la concessione di prestiti bilaterali per un ammontare complessivo di 80 miliardi in tre anni. Il 3 maggio, dopo la decisione del Consiglio della UE di attivare il sostegno finanziario concordato dalla Grecia con la Commissione Europea, la Banca Centrale Europea e il Fondo Monetario Internazionale (FMI), il Consiglio direttivo della BCE ha sospeso l'applicazione dei requisiti minimi di *rating* per la stanzialità in garanzia nelle operazioni di rifinanziamento ai titoli emessi o garantiti dallo Stato greco. Nonostante tale intervento, nei giorni successivi le tensioni si sono accentuate, determinando un massiccio disinvestimento dai titoli dei paesi periferici a fronte di acquisti di obbligazioni ritenute sicure, principalmente titoli di Stato tedeschi. In particolare, il 7 maggio lo *spread* tra il decennale greco e il corrispondente titolo tedesco ha sfiorato i 1.000 punti base (p.b.), mentre il differenziale del decennale portoghese si attestava a quasi 400 p.b., lo *spread* del *benchmark* irlandese superava i 300 p.b. e quello spagnolo raggiungeva i 160 p.b.. Anche il BTP decennale ha subito le ripercussioni di tali tensioni registrando, nella prima settimana di maggio, un ampliamento del differenziale rispetto al *Bund* di oltre 50 p.b., raggiungendo i 150 p.b..

Per cercare di limitare i rischi di contagio ad altri paesi membri e salvaguardare il regolare funzionamento dei mercati dell'area dell'euro, il 10 maggio il Consiglio della UE ha istituito un meccanismo di stabilizzazione finanziaria che permetteva ai paesi membri dell'area dell'euro di ottenere un prestito a condizioni simili a quelle praticate dall'FMI in presenza di gravi tensioni economiche o finanziarie derivanti da circostanze eccezionali. Il valore delle risorse mobilizzabili potrebbe arrivare, in caso di necessità, a 500 miliardi, di cui 60 erogati dalla UE e 440 dalla *European Financial Stability Facility* (EFSF), un apposito organismo la cui costituzione è stata approvata il 7 giugno e che si sarebbe finanziato emettendo titoli garantiti dai paesi dell'area dell'euro. Inoltre, il FMI dava la sua disponibilità a partecipare agli eventuali interventi di sostegno con un contributo aggiuntivo.

Il 10 maggio il Consiglio direttivo della BCE ha adottato una serie di misure volte a salvaguardare il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria e la stabilità del sistema finanziario dell'area. In particolare, il Consiglio ha avviato un programma di acquisti di titoli privati e pubblici emessi a sostegno di segmenti del mercato particolarmente colpiti dalla crisi (*Securities Markets Programme*) prevedendone la sterilizzazione mediante operazioni di riassorbimento della liquidità, al fine di evitare riflessi sull'orientamento della politica monetaria. Infine, aveva stabilito che le operazioni di rifinanziamento a tre mesi di fine maggio e di fine giugno sarebbero state condotte mediante aste a tasso fisso e piena aggiudicazione degli importi. Un'operazione di rifinanziamento a sei mesi con queste modalità e tasso fisso pari a quello medio delle operazioni di rifinanziamento principali nell'arco della durata dell'operazione è stata annunciata nella riunione del 10 maggio e effettuata il successivo 12 maggio. Nella riunione di inizio giugno, il Consiglio direttivo ha esteso le aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi alle operazioni di rifinanziamento di luglio, agosto e settembre.

Nonostante tutte le misure adottate, dopo una prima fase caratterizzata da un rapido restringimento degli *spread* dei titoli decennali degli Stati periferici rispetto al *Bund*, dalla metà di maggio le preoccupazioni sulla sostenibilità dei conti pubblici hanno nuovamente determinato un allargamento dei differenziali. Infatti, a fine giugno, il Portogallo, considerato dai mercati come un paese ad alto rischio a causa della debole crescita economica e dell'alto livello del deficit, ha visto triplicare lo *spread* del proprio decennale, che ha raggiunto i 320 p.b., rispetto ai 110 p.b. di fine marzo, stesso livello a cui si attestava il differenziale del decennale irlandese rispetto al *benchmark* tedesco. La Spagna, particolarmente esposta sul fronte della crisi immobiliare, con un tasso di disoccupazione tra i più alti in Europa e con un