

Tabella 2.3-23 - Altri trasferimenti in conto capitale

	Gennaio – Marzo		
	2009	2010	2011
A IMPRESE	824	0	0
SIMEST	0	0	0
Mediocredito	0	0	0
Sgravi contributivi portuali	0	0	0
rimborso gestori telefonici contributo per le telecomunicazioni pubbliche	0	0	0
CDP	0	0	0
SCIP2	0	0	0
Rimborso IVA autovetture	823	0	0
Rimborsi pregressi ultradecennali	1	0	0
Altre imprese	0	0	0
AD AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE	116	424	1.057
Protezione civile P.C.M.	111	293	868
Investimenti in materia di sport P.C.M.	0	66	57
Regioni	0	0	0
Somme per interventi ricostruzione Abruzzo - sisma 2009	0	65	124
Comuni	5	0	0
Enti previdenziali: cartolarizzazione immobili	0	0	0
Disavanzi pregressi USL	0	0	0
Azienda Universitaria Umberto I° per estinzione debiti pregressi	0	0	0
Altre Amministrazioni pubbliche	0	0	8
A FAMIGLIE e ISP	0	0	0
A FONDI	0	16	11
Fondo globale	0	0	0
Riassegnazione residui perenti	0	0	0
Fondo aree sottoutilizzate	0	0	0
Fondo opere strategiche	0	9	3
Altro	0	7	8
TOTALE	940	440	1.068

Tabella 2.3-24 - Acquisizione di attività finanziarie

	Gennaio – Marzo		
	2009	2010	2011
Ricapitalizzazione della società Fincantieri	0	0	0
ANAS – apporto al capitale sociale	0	0	0
Conferimenti a banche, fondi e organismi internazionali	0	0	0
Oneri derivanti da garanzie Stato per leggi	0	0	0
Mediocredito- fondo rotativo	0	0	0
Poligrafico e Zecca dello Stato	0	33	33
Fondo interventi strategici settore informatico	0	0	0
Fondo rotativo imprese	110	0	0
Fondo rotativo riduzione immissioni gas	0	0	0
Anticipazioni alle Regioni piani di rientro materia sanitaria	0	0	0
Aumento capitale sociale ferr. Calabria, Appolo Lucane e del Sud-Est	0	0	0
Fondazione ricapitalizzazione fondazioni lirico sinfoniche	0	0	0
Altre partite finanziarie	0	0	0
TOTALE	110	33	33

2.4 Spese aventi impatto diretto sull'indebitamento netto della P.A

2.4.1 Spese correnti

I redditi da lavoro dipendente presentano pagamenti per 23.663 milioni con un incremento del 14,1 per cento rispetto a tutto marzo 2010. Tale incremento consegue alla circostanza che, solo alla fine dell'esercizio 2010, è stato siglato il contratto relativo al personale delle forze armate, i cui arretrati sono stati ovviamente corrisposti nel 2011, così come nell'anno 2011 sono state erogate le somme relative al primo semestre per le Missioni Internazionale di Pace.

I pagamenti per le spese per consumi intermedi e per i trasferimenti a imprese sono sostanzialmente allineati con le risultanze del primo trimestre 2010, anche se si registrano maggiori trasferimenti a favore delle Ferrovie dello Stato, in conseguenza della sottoscrizione dei contratti di servizio.

I pagamenti per trasferimenti alle famiglie, pari a 484 milioni, si riducono di oltre 230 milioni (-32,8%) rispetto a tutto marzo 2010. Tale flessione è legata al ritardo dei trasferimenti agli Istituti di patronato e assistenza sociale dovuto solo ad uno sfasamento temporale.

I pagamenti per interessi passivi aumentano di 473 milioni, rispetto allo stesso periodo dell'esercizio precedente, per maggiori pagamenti per interessi sui buoni postali fruttiferi e per maggiori interessi sui titoli del debito pubblico.

Si registra, infine, una espansione, pari a 1.940 milioni (+27,9%), dei pagamenti relativi alle risorse proprie UE per maggiori assegnazioni a titolo di risorse IVA e quota PNL.

2.4.2 Spese in conto capitale

Gli investimenti fissi lordi si attestano su un livello di pagamenti pari a 312 milioni, con una contrazione di oltre il 60 per cento rispetto a quello del primo trimestre 2010. In particolare, tale flessione scaturisce dalla circostanza che la Presidenza del Consiglio abbia destinato nell'anno 2010 una quota delle risorse agli interventi inerenti gli eventi sismici che hanno colpito l'Abruzzo nell'anno 2009. Ulteriori decrementi interessano le spese per la Difesa. Per queste ultime si tratta solo di sfasamenti temporali.

I contributi agli investimenti alle imprese registrano, invece, un incremento nei pagamenti pari a 319 milioni, derivante, in particolare, da maggiori contributi a favore del gruppo Ferrovie dello Stato. Tuttavia, all'interno del comparto in esame si evidenzia una flessione dei pagamenti per gli incentivi alle imprese industriali e per il fondo per la finanza d'impresa, quest'ultimo, ai sensi degli articoli 7 quinquies e 8 del D.L. n. 5/2009, è stato incrementato, per il solo anno 2010, di 280 milioni.

2.5 Trasferimenti ad Amministrazioni pubbliche ed altri pagamenti

Per le spese correnti non aventi impatto diretto sull'indebitamento netto delle Pubbliche amministrazioni è da evidenziare la riduzione dei pagamenti relativi alle poste correttive e compensative delle entrate (-10.012 milioni) connessi, come già accennato ai minori trasferimenti alla contabilità speciale intestata alla struttura di gestione, che provvede alla regolazione contabile dei minori versamenti in entrata derivanti dalle compensazioni operate dai contribuenti.

Per contro i pagamenti per i trasferimenti alle Amministrazioni Pubbliche aumentano di 8.880 milioni, a causa prevalentemente, dei trasferimenti agli enti di previdenza (+11.021 milioni; +121,7%), in relazione ai maggiori pagamenti effettuati a favore dell'INPS per gli oneri pensionistici e le pensioni di invalidità e a favore dell'INPDAP a titolo di anticipazioni di bilancio sul fabbisogno finanziario delle gestioni previdenziali nel loro complesso.

Per contro, i trasferimenti agli Enti locali si riducono di 2.280 milioni: la riduzione interessa in particolare: il fondo ordinamento regioni a statuto speciale, il fondo Sanitario nazionale e l'edilizia residenziale.

Nell'ambito dei pagamenti in conto capitale, non aventi impatto diretto sull'indebitamento, i contributi agli investimenti ad Amministrazioni pubbliche, si riducono di 336 milioni (-5,3%) per effetto, in particolare, dei trasferimenti alle Regioni per il federalismo amministrativo, mentre gli altri pagamenti in conto capitale risultano incrementati di circa 630 milioni a favore della Protezione Civile.

PAGINA BIANCA

3 IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

3.1 La consistenza del debito nel settore statale

Al 31 marzo 2011 la consistenza del debito del settore statale è risultata pari a 1.720.270 milioni, con un incremento in valore assoluto che si attesta a +72.997 milioni nell'arco dei dodici mesi, corrispondente ad una variazione percentuale del +4,4 per cento, mentre, rispetto al 31 dicembre 2010, l'aumento registrato è risultato pari a +31.823 milioni, corrispondente ad un aumento dell' 1,9 per cento.

Le cospicue necessità di finanziamento verificatesi nel primo trimestre 2011 sono da ricondursi essenzialmente all'andamento ciclico del fabbisogno, come sempre particolarmente accentuato nei primi mesi dell'anno.

3.1.1 Scadenze dei titoli di Stato

Nel primo trimestre 2011 il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 103.396 milioni a fronte dei 99.721 milioni dello stesso periodo del 2010, con un incremento di circa il 3,7 per cento.

Tabella 3.1.1-1 – Titoli di Stato in scadenza al netto delle operazioni di concambio (in milioni di euro)

	I trimestre 2010	II trimestre 2010	III trimestre 2010	IV trimestre 2010	I trimestre 2011
Totali a breve termine	55.553	56.895	59.561	52.973	51.942
di cui: BOT	55.553	56.895	59.561	48.675	51.942
Carta commerciale				4.298	
Totali a medio-lungo termine	44.168	42.850	50.672	35.816	51.454
di cui: CTZ, CCT e BTP	42.839	42.850	49.738	34.622	46.772
Titoli esteri	1.329		933	1.193	4.682
TOTALE	99.721	99.475	110.232	88.788	103.396

In dettaglio, il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 51.942 milioni, rappresentati unicamente da emissioni di BOT. Nello stesso comparto, nel medesimo periodo del 2010 erano stati invece rimborsati 55.553 milioni, ed anche in questo caso non vi erano titoli esteri in scadenza.

Nel comparto a medio-lungo termine sono stati rimborsati titoli per 51.454 milioni, di cui 4.682 milioni rappresentati da emissioni estere. Nel primo trimestre 2010 erano stati rimborsati 42.839 milioni, di cui 1.329 milioni erano titoli esteri.

Figura 3-1: Titoli in scadenza a breve termine.

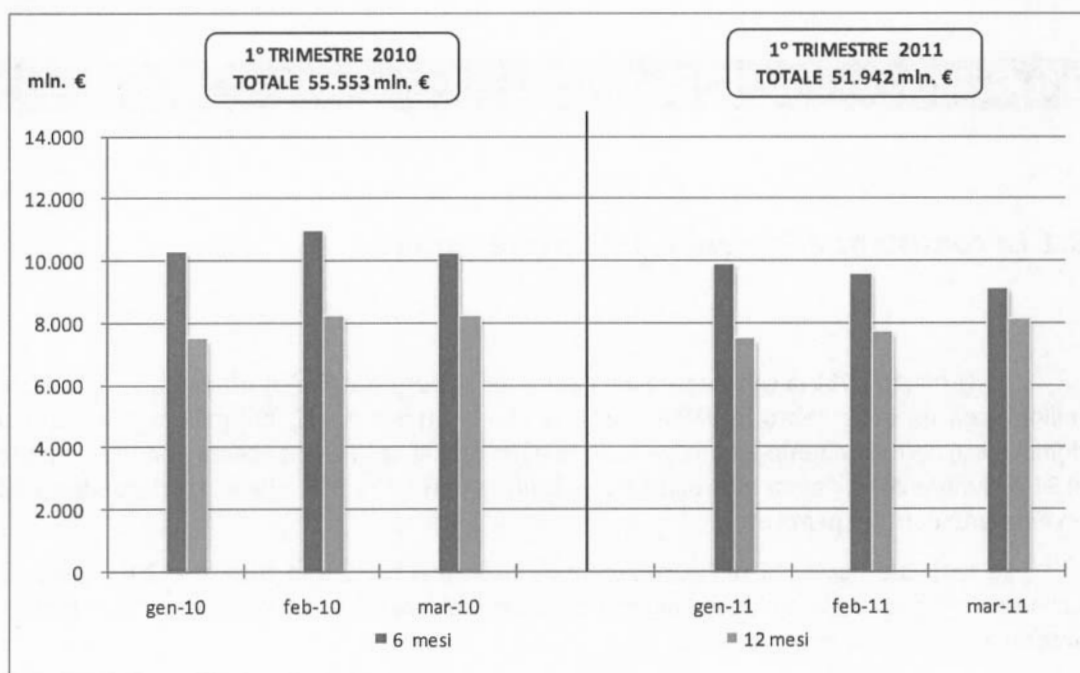
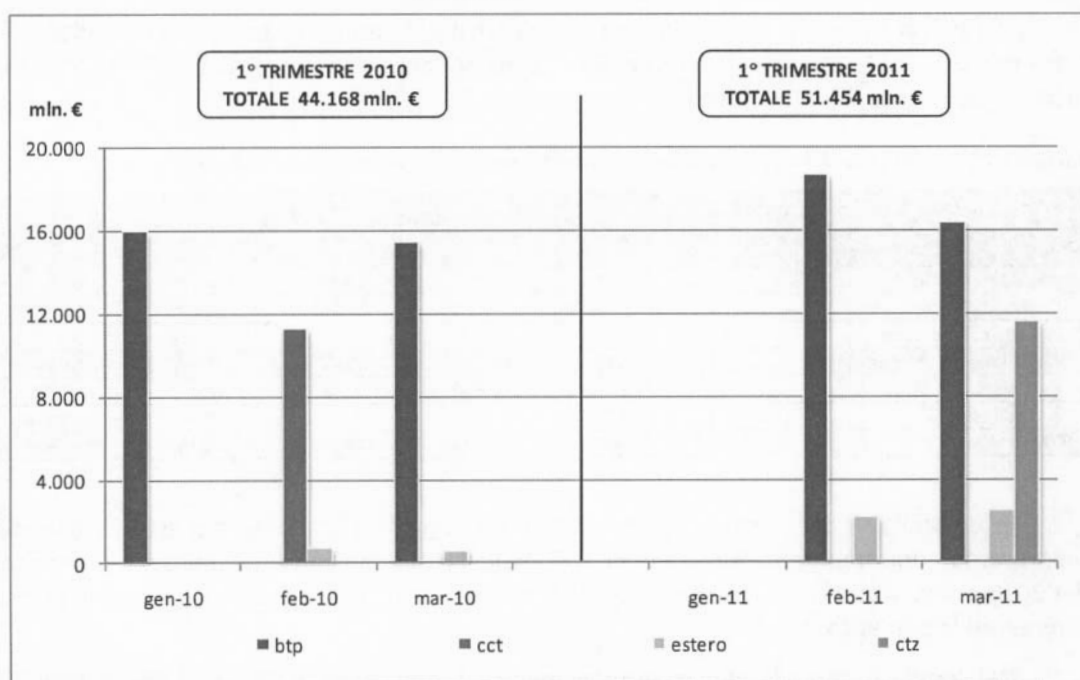


Figura 3-2: Titoli in scadenza a medio – lungo termine.



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

3.1.2 Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

Nel perseguimento dell'obiettivo di garantire la copertura del fabbisogno del settore statale, il Tesoro ha continuato a collocare i titoli a medio-lungo termine a tasso fisso (BTP) e a tasso variabile (CCT) tramite il sistema dell'asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità all'interno di un intervallo di emissione, comunicato precedentemente. Inoltre, è stata confermata la possibilità di riaprire titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*) in concomitanza con le normali sessioni d'asta a medio e lungo termine.

Il Tesoro ha così mantenuto il proprio impegno al rispetto del calendario annuale di emissione intervenendo, al contempo, con elementi di flessibilità necessari per affrontare un contesto ancora caratterizzato da volatilità e incertezza.

Nel primo trimestre 2011, sul mercato interno sono stati emessi complessivamente 125.771 milioni di titoli di Stato, con un decremento dell'8,1 per cento rispetto ai 136.877 milioni del corrispondente trimestre del 2010.

Tabella 3.1.2-1 – Emissioni lorde di titoli di Stato non incluse le operazioni di concambio

	I trimestre 2010	II trimestre 2010	III trimestre 2010	IV trimestre 2010	I trimestre 2011
BOT	66.085	55.250	54.445	34.862	62.470
CTZ	13.101	9.524	9.751	4.813	11.518
BTP	45.919	44.241	49.332	35.850	40.415
BTP€i	4.155	6.120	3.058	1.510	6.019
CCT	7.617	4.362	9.214	8.037	5.350
TOTALE	136.877	119.497	125.800	85.072	125.771

Nel corso del trimestre sono stati emessi 62.470 milioni di BOT (di cui 23.975 milioni annuali, 34.995 milioni semestrali e 3.500 milioni trimestrali), con una contrazione del 5,5 per cento rispetto al medesimo periodo del precedente anno. Mentre per la parte più a breve della curva non si è verificata una variazione significativa nei volumi di emissione rispetto al primo trimestre 2010, essendoci stato un ridotto utilizzo dei BOT trimestrali e il mancato ricorso a strumenti flessibili, il decremento complessivo è stato determinato primariamente dai minori quantitativi dei BOT semestrali. Il Tesoro sta infatti valutando la possibilità di ridurre lievemente, nell'anno in corso, le emissioni di BOT semestrali che non determinano l'indicizzazione di cedole di CCT tradizionali, continuando a calibrare attentamente l'offerta sulle altre linee per assicurare l'efficienza del mercato dei suddetti CCT in circolazione.

Sull'ammontare delle emissioni nette di BOT semestrali, pari a +6.400 milioni, ha influito il fatto che, come di consueto, il regolamento dell'asta di fine dicembre è stato postposto al primo giorno lavorativo di gennaio.

Il BOT annuale, che ha registrato emissioni nette positive pari a 628 milioni, è stato offerto con regolarità a metà mese, determinando gli importi in funzione della domanda e delle condizioni di mercato. Per entrambe le scadenze, a 6 e 12 mesi, il Tesoro ha continuato ad offrire i titoli attraverso le aste ordinarie e le riaperture riservate agli specialisti in titoli di Stato.

La domanda di BOT nel settore retail ha registrato un deciso incremento in questo primo trimestre; ciò ha permesso al Tesoro di gestirne più agevolmente le aste nonostante un contesto di mercato molto volatile.

In definitiva, lo stock dei BOT ha riscontrato un incremento di +10.528 milioni rispetto al dato del trimestre precedente, mentre rispetto a fine marzo 2010 vi è stata una riduzione pari a -10.046 milioni. A fine trimestre il circolante dei BOT si è attestato al 8,2 per cento, rispetto al 9,1 per cento dell'anno precedente.

Nel primo trimestre 2011 sono state effettuate otto 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 1.062 milioni. Stante la durata delle stesse, il saldo di queste operazioni a fine trimestre è stato pari a zero. Nel corso di quest'anno, il Tesoro, in accordo con la Banca d'Italia, potrà introdurre nuove modalità di svolgimento dell'operatività OPTES, anche in base a quanto previsto nella Legge di Contabilità e Finanza Pubblica (legge n. 196/2009).

Nel 2011 scadono CTZ per circa 37 miliardi, un volume superiore di 7 miliardi a quello dell'anno precedente. Anche al fine di ridurre la pressione sul comparto a breve termine e non aumentare le scadenze del 2013 il Tesoro tenderà a non appesantire questo comparto, tenendo conto delle condizioni di costo e di domanda che si determinano in corso d'anno.

Nel primo trimestre 2011 sono stati emesse otto tranches del CTZ 03/01/2011-31/12/2012, inaugurato nell'asta regolata il 3 gennaio, per un volume complessivo di 11.518 milioni e con un decremento del 12,1 per cento rispetto al corrispondente trimestre del 2010. Le emissioni nette sono state pari a -82 milioni, essendovi stata la scadenza di 11.600 milioni di CTZ nel trimestre di riferimento.

Gli importi proposti nelle singole aste tengono conto anche della performance dei singoli titoli in rapporto ai principali indicatori del mercato monetario europeo e del riscontro delle categorie di investitori, dal retail e istituzionali domestici agli *asset manager* internazionali, che hanno una presenza significativa sullo strumento.

Nell'arco dei dodici mesi si conferma la tendenza emersa nei precedenti trimestri, ovvero un incremento complessivo dei CTZ determinato da ammontari in emissione in crescita. A causa della scadenza di marzo, lo stock dei CTZ ha tuttavia registrato un decremento pari a -5.943 milioni rispetto a marzo 2010 rappresentando, a fine trimestre, il 4,2 per cento dello stock complessivo di debito, rispetto al 4,7 per cento dell'anno precedente.

Il trimestre in esame è stato caratterizzato da collocamenti di BTP per tutte le scadenze in base ai consueti criteri di regolarità e prevedibilità. Nella selezione dei titoli da offrire, il Tesoro ha tenuto in considerazione l'aspetto del costo, ma anche le condizioni di volatilità dei mercati che influenzano l'esecuzione dei collocamenti e la performance dei titoli detenuti nei portafogli degli investitori.

In totale, le emissioni lorde di BTP nel primo trimestre 2011 sono state pari a 40.415 milioni, con un decremento di circa il 12,0 per cento rispetto ai 45.919 milioni del primo trimestre 2010. In dettaglio, sono stati emessi 10.319 milioni di titoli triennali, 9.913 milioni di quinquennali, 13.024 milioni nel comparto fino a 10 anni, 5.484 milioni nella parte compresa tra gli 11 ed i 15 anni e 1.676 milioni nel comparto tra i 16 e i 30 anni.

La parte più a breve termine della curva è stata caratterizzata da emissioni di titoli inaugurati nel trimestre precedente. In particolare, nell'asta di fine dicembre (che regola ad inizio anno) c'è stata l'emissione del BTP 01/11/2010-01/11/2013, con cedola annuale 2,25 per cento, per un ammontare di 3,3 miliardi. Lo stesso titolo è stato riaperto anche nei mesi successivi, raggiungendo un circolante superiore ai 10 miliardi. Nel comparto a 5 anni, a metà gennaio sono state collocate la III e IV tranches del BTP 01/11/2010-01/11/2015, con cedola al

3,0 per cento, per un ammontare pari 3,3 miliardi, con un aumento dei costi di finanziamento sulla scia di una generale salita dei rendimenti dei titoli a tasso fisso e non dovuto a particolari pressioni sui titoli italiani. Considerato, anche in questo caso, il forte interesse degli investitori l'emissione è proseguita in febbraio e marzo. A fine trimestre, il circolante del titolo quinquennale è risultato di poco inferiore i 10 miliardi.

Nel corso del 2011 il Tesoro, dopo aver considerato le implicazioni per il mercato primario e secondario, valuterà l'opportunità di assoggettare a operazioni di *coupon stripping* anche i BTP che nascono con scadenza iniziale a 5 anni, al fine di agevolare la liquidità delle componenti già separate ed in circolazione. Inoltre si valuterà la possibilità di rendere fungibili cedole e mantelli già separati aventi medesima data di scadenza.

Nel comparto decennale, sono continuate le emissioni del BTP 01/09/2010-01/03/2021, con cedola al 3,75 per cento. Nell'asta di fine febbraio, regolata il 3 marzo, è stato inaugurato il BTP 01/03/2011-01/09/2021, con cedola al 4,75 per cento, che ha ricevuto una significativa attenzione dal mercato essendo stato assegnato per un ammontare superiore ai 6 miliardi.

I titoli a 3 e 10 anni sono stati offerti congiuntamente nelle aste di fine mese tenendo in considerazione, oltre alla necessità di assicurarne una performance adeguata sul mercato secondario, anche la garanzia del buon funzionamento dei contratti future su queste due scadenze.

Sulla parte lunga della curva, c'è stata la riapertura del BTP quindicennale 01/09/2010-01/03/2026, con cedola al 4,50 per cento, collocato a metà gennaio per un importo pari a 3,3 miliardi, per il quale è stata registrata una buona domanda, che ha beneficiato di un certo "effetto scarsità", dato che il titolo mancava sul mercato dal novembre scorso. Anche nell'asta del BTP a 15 anni si sono avuti rendimenti in rialzo, in linea con il movimento generalizzato dei tassi. Infine, nel comparto trentennale c'è stata l'unica emissione del BTP 01/09/2009-01/09/2040, con cedola al 5,00 per cento, collocato nell'asta di metà febbraio per un importo complessivo pari a 1.676 milioni.

Il circolante dei BTP ha registrato un incremento sia rispetto al trimestre precedente (pari a +5.783 milioni), sia nell'arco dei dodici mesi (pari a +77.781 milioni). In termini percentuali, a fine marzo 2011, i BTP hanno raggiunto una quota del 58,0 per cento sullo stock complessivo del debito del settore statale, registrando un aumento di circa due punti percentuali rispetto a fine marzo 2010.

In particolare, il forte incremento registrato nel corso dell'ultimo anno evidenzia come il Tesoro, nel far fronte alle 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.

Nel primo trimestre 2011, il Tesoro, tenuto conto delle particolari condizioni del mercato, ha emesso in asta Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (con esclusione dei prodotti a base di tabacco), per le durate quinquennali e decennali, utilizzando la maggiore discrezionalità che da sempre caratterizza questa tipologia di titoli. In un anno in cui non scadranno titoli del segmento inflazione, il Tesoro intende perseguire un loro moderato incremento percentuale sullo stock del debito di fine anno, compatibilmente con le condizioni di mercato. L'obiettivo è quello di proporre un'ampia gamma di scadenze tali da consentire al Tesoro di diversificare il rischio inflazione e agli investitori di entrare in strumenti dotati di adeguata liquidità e in grado di offrire *performance* soddisfacenti.

Il mese di gennaio è stato inaugurato con l'emissione, direttamente tramite asta, di un nuovo titolo a cinque anni, in un comparto dove non si registravano collocamenti dal 2008. In particolare l'emissione del BTP€i 15/09/2010 – 15/09/2016, con cedola reale al 2,10 per cento, è stata collocata a gennaio per un importo complessivo di 2.834 milioni, con una domanda superiore ai 4 miliardi, rispetto un range di offerta di 2-3 miliardi. Alla fine di marzo sono state poi collocate ulteriori due tranche del medesimo titolo per un ammontare di 1.728 milioni. Una domanda così consistente è stata favorita dal miglioramento generale del comparto dei titoli indicizzati, dovuto a prospettive di inflazione crescenti; nel 2011, infatti, i prezzi al consumo dovrebbero salire mediamente al 2,3 per cento, rispetto alla precedente stima dell'1,8 per cento, trainati dai rincari delle *commodities*.

Anche il comparto decennale è stato segnato da un forte interesse a protezione delle prospettive di rialzi inflazionistici. In febbraio è stato così offerto il BTP€i 15/03/2010 – 15/09/2021, con cedola annuale del 2,10 per cento, collocato per un importo di 1.458 milioni.

L'aumento complessivo del circolante rivalutato per l'inflazione nell'arco del trimestre è stato pari a +6.070 milioni, mentre, nell'arco dei dodici mesi si registra un incremento pari +3.834 milioni. In termini percentuali, i BTP indicizzati rappresentavano il 6,4 per cento dello stock complessivo di debito.

Per quanto riguarda il comparto del tasso variabile, nel corso del primo trimestre 2011 è proseguita l'offerta dei nuovi CCTeu, con cedola semestrale indicizzata all'euribor a 6 mesi, collocato attraverso sole operazioni di asta. Per i CCTeu è stata mantenuta la periodicità di collocamento in uso per i vecchi CCT, ovvero tramite le aste di fine mese insieme con i BTP a 3 e 10 anni. Le emissioni sono state modulate anche in considerazione del positivo riscontro che lo strumento nel 2010 ha avuto presso gli investitori retail domestici, ricevendo una buona accoglienza dal mercato.

In particolare, nell'operazione regolata a gennaio è stata effettuata un'asta del CCTeu 15/10/2010-15/10/2017, con cedola semestrale indicizzata all'euribor 6 mesi e con uno *spread* aggiuntivo di 80 punti base, per un ammontare complessivo pari a 1.405 milioni.

In una seconda operazione di asta, svoltasi alla fine di gennaio, il medesimo titolo è stato assegnato per un importo di 1.548 milioni.

Infine, lo stesso CCTeu, è stato collocato nell'asta di fine febbraio. L'importo complessivo emesso in occasione di quest'ultima operazione del trimestre è stato pari a 1.500 milioni.

Nell'offerta del nuovo strumento al mercato, si è ancora perseguito l'obiettivo gestionale di riduzione, in termini percentuali, dei titoli nominali a tasso variabile sul totale del debito, al fine del controllo del rischio di tasso di interesse.

Anche per quest'anno è stata prevista la possibilità di offrire ai detentori dei vecchi CCT l'opportunità di venderli in cambio dei nuovi titoli, per rendere maggiormente efficiente il funzionamento del mercato secondario, favorendo altresì le condizioni di liquidità dei CCTeu.

In un contesto di mercato particolarmente volatile ed illiquido, nell'asta di fine dicembre regolata a inizio gennaio si è preferito offrire il titolo *off-the-run* CCTeu 15/06/2010-15/12/2015 per un importo complessivo pari a 897 milioni.

Il circolante complessivo dei CCT (inclusivo anche dei CCTeu) è aumentato di +4.783 milioni rispetto a dicembre mentre, nell'arco dei dodici mesi, si registra una crescita pari a +1.463 milioni. In termini percentuali, i CCT rappresentavano a fine trimestre il 9,4 per cento dello stock complessivo di debito, rispetto al 9,7 per cento dell'anno precedente.

Nel primo trimestre 2011 si è svolta un'operazione di concambio gestita per mezzo del sistema telematico di negoziazione, in cui è stato offerto il BTP 01/02/2018 con cedola al 4,5 per cento per un importo assegnato di 2.170 milioni, al fine ridurre i picchi di scadenze nel prossimo futuro e di facilitare il buon funzionamento del mercato secondario. Gli operatori hanno avuto la possibilità di presentare in riacquisto quattro BTP con scadenza 01/02/2012, 01/03/2012, 15/04/2012 e 01/06/2013 e il CCT con scadenza 01/03/2012.

L'operazione – riservata alla categoria degli specialisti in titoli di Stato – si è svolta l'8 febbraio con assegnazione dei titoli emessi al prezzo rispettivamente indicato da ciascun operatore e accettato dal MEF.

Tabella 3.1.2-2 – Risultati dell'operazione di concambio telematico del 16 luglio 2010

Data dell'asta	08/02/2011				
Data di regolamento	11/02/2011				
Titolo in emissione	BTP 01/02/18				
Importo assegnato (milioni di euro)	2.170				
Prezzo di aggiudicazione	102,033				
Cedola	4,5				
Dietimi gg.	10				
Titoli in riacquisto	BTP 01/02/12	BTP 01/03/12	CCT 01/03/2012	BTP 15/04/12	BTP 01/06/13
Prezzo di riacquisto	5,00%	3,00%	0,65%*	4,00%	2,00%
Ammontare riacquistato (milioni di euro)	103,04	101,17	99,90	102,35	98,20

(*) cedola semestrale in corso

In definitiva, il totale dei titoli emessi sul mercato interno nel comparto BTP-BTP€i-CCT è stato pari a 51.784 milioni, a fronte dei 57.691 milioni emessi nello stesso periodo dell'anno precedente.

3.1.3 Emissioni sui mercati esteri

Nel corso del primo trimestre 2011, sono state effettuate emissioni sui mercati finanziari internazionali nel comparto a medio-lungo termine, mentre non si è svolta alcuna attività in quello di mercato monetario di durata inferiore all'anno.

All'inizio di gennaio il Tesoro ha regolato il collocamento privato (*private placement*), eseguito il 22 dicembre 2010 e avente come oggetto un titolo indicizzato all'inflazione europea (con esclusione dei prodotti a base di tabacco) per un ammontare corrispondente a 500 milioni di euro, con cedola del 2,85 per cento e scadenza 1° settembre 2022. Il metodo di indicizzazione è lo stesso utilizzato per i BTP€i, ma la cedola ha cadenza annuale e non semestrale.

Il 24 febbraio è stato effettuato un secondo piazzamento privato per un nominale complessivo di 450 milioni di euro, con scadenza 24 agosto 2020 che paga una cedola semi annuale del 4,45 per cento per l'intera vita del titolo.

Il Tesoro ha valutato l'opportunità di queste emissioni, conseguendo un'apprezzabile riduzione del costo di finanziamento rispetto agli analoghi strumenti domestici.

Nel corso di febbraio sono state eseguite nove emissioni di *commercial paper* (due denominate in euro, una in franchi svizzeri, due in sterline e quattro in dollari americani) per un controvalore complessivo di 1.864 milioni di euro, tutte con scadenza a maggio 2011.

Nel mese di febbraio c'è stata la scadenza di un *Global bond* per 2 miliardi di dollari USA. Inoltre, a marzo nel comparto Medium Term Note, si è registrata la scadenza di un'emissione per un valore pari a 2,5 miliardi di euro.

3.1.4 Evoluzione dei rendimenti

Nel primo trimestre 2011 l'andamento dei mercati finanziari è stato caratterizzato da una volatilità piuttosto elevata dovuta sia a fasi alterne di tensione e successiva distensione sui mercati del debito sovrano di alcuni paesi dell'area euro, sia ad eventi critici quali le agitazioni politiche in Nord Africa e Medio Oriente e il terremoto in Giappone.

Alla fine di marzo, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro con *rating* AAA sono complessivamente cresciuti di circa 60 punti base (p.b.) rispetto a dicembre, seguitando, sebbene più moderatamente, una tendenza rialzista iniziata nell'ultimo trimestre 2010.

All'inizio del trimestre i rendimenti hanno manifestato un moderato rialzo beneficiando di una congiuntura favorevole. Tale andamento è riconducibile principalmente alla diffusione di dati macroeconomici positivi, che sembravano preannunciare segnali di ripresa nell'area euro, e agli annunci della manovra fiscale e di politica economica da parte del governo degli Stati Uniti. L'effetto è stato una maggiore propensione al rischio degli investitori e una flessione sui prezzi delle obbligazioni a lungo termine. A fronte di questa dinamica economica, la Banca Centrale Europea (BCE) ha valutato come moderato il ritmo di espansione monetaria, sottolineando però rischi di accelerazione dell'inflazione nel medio termine derivanti sia dalle quotazioni di energia e materie prime non energetiche, sia da incrementi di imposte indirette e prezzi amministrati superiori alle aspettative correnti, data l'esigenza di risanamento dei conti pubblici.

Il precedente trimestre si era chiuso con la risoluzione della BCE di proseguire con le misure anticrisi anche per 2011. In concreto, dalla seconda metà di gennaio, sono migliorate le condizioni dei mercati del debito sovrano nei paesi periferici dell'area euro per effetto delle aspettative degli operatori di mercato relative ad un possibile ampliamento della portata e dell'entità dello *European Financial Stability Facility* (EFSF). Inoltre, nelle aste dei titoli di debito di alcuni dei paesi periferici (Portogallo e Spagna) la domanda è stata superiore alle previsioni, esercitando temporaneamente un'influenza positiva sulla fiducia del mercato. In tale senso importanti sono state le dichiarazioni d'impegno della Germania a sostegno dell'euro.

Successivamente i rendimenti dei titoli pubblici hanno invertito la loro tendenza. Infatti le tensioni si sono di nuovo acuite tra febbraio e i primi di marzo, periodo nel quale le tre principali agenzie di rating hanno ridotto il merito creditizio di Irlanda, Portogallo, Spagna e Grecia, oltre che di diverse banche con sede in quei paesi, e si è manifestata una perdita di fiducia del mercato relativamente all'esito delle discussioni sull'EFSF. In più la calamità abbattutasi in Giappone e la crisi libica hanno indotto gli operatori di mercato a tornare ad orientarsi verso gli investimenti più sicuri (*flight to quality*) e ciò ha esercitato una pressione al ribasso dei rendimenti sia nell'area euro che negli Stati Uniti.

L'11 marzo la riunione straordinaria dei capi di Stato e di governo dei paesi dell'area euro, nell'ambito della quale è stato stabilito l'ampliamento, fino a 440 miliardi di euro, della capacità di prestito dello EFSF e sono state definite le caratteristiche dello *European Stability Mechanism* (ESM), strumento permanente che vi subentrerà dal 2013, ha contribuito a smorzare le turbolenze in atto nei mercati del debito sovrano. Il 24 e 25 marzo il Consiglio europeo ha perfezionato queste risoluzioni.

I rendimenti dei titoli pubblici sono tornati quindi a salire a partire dalla seconda metà di marzo.

Nel corso del trimestre, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato a 10 anni dei paesi dell'area euro rispetto ai titoli tedeschi (*spread*), nel complesso, si sono lievemente ristretti grazie anche all'accresciuta attività associata al *Securities Markets Programme* (SMP) condotto dalla BCE per sostenere la liquidità sui segmenti dei mercati obbligazionari maggiormente colpiti dalla crisi.

In particolare gli *spread* sono aumentati per Portogallo (156 p.b.) e Irlanda (58 p.b.), sono invece diminuiti per Spagna (60 p.b.), Italia (43 p.b.) e Grecia (13 p.b.).

Nel caso del Portogallo, è soprattutto nella prima decade di marzo che si verifica un rilevante allargamento degli *spread* a causa della crisi di governo e dalle riduzioni del merito creditizio del paese. Dalla fine del trimestre scorso, il differenziale di rendimento è costantemente cresciuto fino ai 538 p.b. di fine marzo. Anche per l'Irlanda lo *spread* ha continuato ad aumentare, toccando i 689 p.b. alla chiusura del trimestre. Invece la Spagna ha visto una progressiva riduzione del proprio *spread* (anche nel mese di marzo in cui è avvenuto il declassamento), assestandosi sui 194 p.b. di fine trimestre. Infine per la Grecia il differenziale del rendimento decennale ha subito un ampliamento a causa della riduzione del *rating* e, a fine marzo, quando le tensioni nei mercati del debito sovrano sono iniziate ad acuirsi, si è collocato su livelli simili a quelli registrati nel maggio 2010.

In questo contesto, sostanzialmente positiva è stata la performance dei titoli di Stato italiani i cui differenziali di rendimento rispetto ai titoli *benchmark* tedeschi hanno registrato una volatilità inferiore rispetto agli *spread* degli altri paesi periferici.

Nel dettaglio, anche se per il titolo decennale a inizio gennaio gli *spread* hanno sfiorato i 200 p.b., sulla scia dei timori per la crisi del debito portoghese, si sono poi sensibilmente ridotti, fino a stabilizzarsi alla fine del trimestre a 147 p.b., in confronto ai 189 p.b. di dicembre 2010. Nel comparto trentennale, invece, il differenziale del BTP è passato dai 203 p.b. di fine dicembre ai 182 di fine marzo.

Una minore rischiosità percepita si evidenzia anche dai differenziali in *asset swap*²⁵ dei titoli di Stato italiani, che hanno subito una diminuzione su tutte le scadenze. Lo *spread* del titolo triennale si è attestato a +57 p.b., rispetto ai +140 p.b. di fine dicembre mentre, sulla parte lunga della curva, gli *spread* per il titolo decennale e per il trentennale si sono fermati rispettivamente a +108 p.b. e +161 p.b., in confronto ai valori di +136 p.b. e +178 p.b. del trimestre precedente.

²⁵ Un'operazione di *asset swap* si costruisce combinando uno *swap* su tassi di interesse (*interest rate swap*) con un titolo obbligazionario, in modo da modificarne i flussi finanziari. L'eventuale vantaggio, in termini relativi, si ottiene dalla differenza tra il rendimento dell'obbligazione e il tasso fisso previsto dall'*interest rate swap*. Pertanto l'*asset swap spread* svolge un ruolo segnalatico sulle caratteristiche del titolo sottostante in termini di classe di *rating* e struttura cedolare, vale a dire in termini di valutazione del rischio di credito e di tasso di interesse corrisposto dall'obbligazione. L'*asset swap spread* è previsto per compensare determinate caratteristiche del titolo sottostante che comportano rendimenti diversi, superiori o inferiori, rispetto alla curva dei tassi di mercato presente al momento della stipula del contratto.

Nel caso dei titoli di Stato ad elevato *rating*, un miglioramento della posizione nei confronti della curva *swap* segnala una percezione di minor rischio da parte degli investitori e determina un aumento della domanda dei titoli stessi, con conseguente riduzione del loro rendimento a scadenza.

L'orientamento della politica monetaria dei paesi avanzati è rimasto espansivo, con tassi ufficiali ai minimi storici, coerentemente ad un contesto in cui permane ancora una certa debolezza delle componenti interne della domanda e con rischi inflazionistici contenuti.

La *Federal Reserve* ha continuato ad espandere lo stock di titoli in portafoglio, come preannunciato lo scorso novembre, sia per mezzo dell'acquisto di obbligazioni pubbliche a lungo termine (programma di acquisto per 600 miliardi di dollari da completarsi entro la metà del 2011), sia mediante il reinvestimento in titoli di Stato dei proventi dei rimborsi di obbligazioni delle agenzie governative e di *mortgage-backed securities* (MBS) nel proprio portafoglio.

Il *Federal Open Market Committee* (FOMC) ha lasciato invariato l'intervallo-obiettivo per il tasso di interesse sui *federal funds* tra 0 e 0,25% riaffermando che, in presenza di un significativo grado di capacità inutilizzata e di aspettative di inflazione stabili, i tassi ufficiali potranno essere mantenuti su livelli eccezionalmente bassi ancora per un protratto periodo di tempo.

Anche il Consiglio direttivo della BCE, sulla base di aspettative relative al tasso di inflazione prossime al 2,0 per cento nel medio termine, ha mantenuto invariato il tasso minimo sulle operazioni di rifinanziamento principali all'1,0 per cento, livello che non viene modificato dal maggio 2009. Sebbene la dinamica dei prezzi dell'area euro abbia toccato il 2,4 per cento a gennaio, i rischi di accelerazione dell'inflazione nel medio periodo non hanno finora influito sulla valutazione relativa ai tassi di interesse di riferimento della BCE che però, nel corso del trimestre, ha preannunciato la possibilità di un prossimo aumento dello 0,25 per cento.

Per quanto riguarda la curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani, rispetto al trimestre precedente si è registrato un parziale spostamento verso il basso per il rendimento del BOT annuale che è diminuito di 25 p.b. È invece cresciuto di 12 p.b. e di 19 p.b. rispettivamente il rendimento del BTP quinquennale e di quello trentennale. Sostanzialmente invariato è rimasto il rendimento del titolo decennale.

Rispetto ad un anno fa, si registra un consistente aumento su tutte le scadenze, poiché il rendimento è cresciuto di 98 p.b. per il BOT a 12 mesi, di 128 p.b. per il BTP quinquennale, di 95 p.b. per il BTP decennale e di 89 p.b. per il titolo trentennale.

La vita media ponderata dei titoli di Stato è stata pari a 85,95 mesi, riducendosi di poco rispetto al trimestre precedente.

3.1.5 Altre passività del settore statale

L'importo delle monete in circolazione, insieme ad una posta minore riguardante depositi di terzi a garanzia della gestione di contabilità speciali, sono evidenziate nell'ambito di un'apposita voce denominata "Monete in circolazione". Tale valore, al 31 marzo 2011, risultava pari a complessivi 4.102 milioni.

I conti correnti depositati presso la Tesoreria centrale dello Stato, in quanto crediti vantati nei confronti dallo stesso da parte di soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione, vengono rappresentati tra le partite debitorie a carico del settore statale. L'importo totale afferente alla voce "C/C presso la Tesoreria" ammontava complessivamente a 126.606 milioni, al 31 marzo 2011, facendo registrare un aumento nell'arco dei dodici mesi pari a +5.427 milioni.

La componente maggiormente rilevante compresa in questa voce è quella relativa alle giacenze sui conti correnti di Tesoreria intestati alla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., che è risultata pari a 122.304 milioni.

L'ammontare delle giacenze sui conti dei soggetti esterni alla Pubblica amministrazione diversi da Cassa Depositi e Prestiti si è attestato a 4.302 milioni di euro.

I conti correnti postali intestati a privati, che a partire da marzo 2007 (in base al comma 1099 dell'articolo 1 della legge 296/2006) hanno fatto registrare una significativa riduzione, al 31 marzo 2011 sono risultati pari a 394 milioni, evidenziando un decremento pari a -284 milioni rispetto al valore di fine dicembre 2010.

Per la voce relativa ai buoni postali fruttiferi, l'importo al 31 marzo 2011 è risultato pari a 23.196 milioni, registrando una diminuzione nell'arco dei dodici mesi pari a -4.758 milioni.

Il saldo attivo netto delle posizioni del Tesoro con Banca d'Italia al 31 marzo 2011 risulta pari a 34.090 milioni, mostrando così una riduzione nell'ultimo trimestre considerato, pari a 8.221 milioni. Questa variazione si è determinata per la diminuzione del livello del conto disponibilità, attestatosi a quota 34.132 milioni. Tuttavia, rispetto al livello del marzo 2010, risultato pari a 40.407 milioni, si evidenzia una riduzione meno marcata, pari a -6.317 milioni. Le giacenze presenti sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato sono sostanzialmente stabili nel confronto con il trimestre passato ed ammontano a 9 milioni. Il totale attivo è rappresentato al netto di alcune poste minori di debito inerenti al rapporto Tesoro-Banca d'Italia, pari a circa 51 milioni di euro al 31 marzo 2011. Il debito del settore Amministrazione centrale è riportato al netto di tale saldo.

Nell'ambito dei prestiti vengono registrati i mutui contratti con le controparti bancarie dalle Amministrazioni centrali, come ad esempio i mutui contratti dal Tesoro per il ripianamento dei disavanzi delle A.S.L., per il Giubileo del 2000, le Olimpiadi Invernali del 2006, le imprese che operano nel campo delle aree depresse, i Consorzi di irrigazione e bonifica, l'edilizia sanitaria, le Autorità portuali, nonché il finanziamento di altri programmi di varia natura, quali Mose, Eurofighter, FREMM ed i mutui di cui all'articolo 1, commi 511 e 512, della legge n. 296/2006 (Legge Finanziaria per il 2007) sull'utilizzo e l'attualizzazione dei contributi pluriennali. Inoltre, rientrano in questa voce di debito i prestiti contratti dalle amministrazioni locali e dagli altri enti il cui onere di rimborso sia a carico dello Stato.

I prestiti sono suddivisi in "Prestiti domestici" e "Prestiti esteri", in relazione alla natura della controparte. L'importo complessivo relativo alla voce "Prestiti domestici" al 31 marzo 2011 è risultato pari a 43.948 milioni, facendo registrare una flessione dello stock nell'arco degli ultimi dodici mesi di 1.018 milioni.

La componente più consistente relativa a questa voce è costituita dai mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., che a partire da dicembre 2003 è stata trasformata in una società di capitale esterna al settore della Pubblica amministrazione, la cui titolarità giuridica appartiene agli Enti locali ma il cui onere di rimborso è integralmente a carico dell'Amministrazione centrale. Tale importo, a marzo 2011, si è attestato a 30.691 milioni.

Una seconda componente della voce prestiti è rappresentata dai mutui contratti da Infrastrutture S.p.A. (di seguito ISPA). Si evidenzia, infatti, che a seguito della decisione presa da Eurostat a maggio 2005, i debiti emessi originariamente da ISPA per il finanziamento del progetto infrastrutturale Alta Velocità Alta Capacità (AV/AC) sono stati riconosciuti quale debito da registrarsi direttamente a carico del settore statale. I prestiti contratti da ISPA, quindi, sono stati opportunamente ricollocati in base alla residenza della controparte: 500 milioni per i mutui domestici e 1.000 milioni di prestiti contratti con controparti estere.

L'ammontare complessivo relativo ai prestiti ISPA, al 31 marzo 2011, è stato pari dunque a 1.500 milioni.

Le stesse considerazioni evidenziate per i prestiti sono valide per le obbligazioni ISPA, le quali, quindi, rientrano tra le passività a carico dello Stato. In questo caso, le somme relative alle emissioni obbligazionarie sono state ricomprese nella categoria "titoli di Stato", dove compaiono come voce evidenziata separatamente. Al 31 marzo 2011 il valore complessivo delle obbligazioni ISPA si è attestato a 9.555 milioni.

Infine, la voce "Prestiti esteri" comprende, oltre ai suddetti mutui contratti da ISPA, tutte le altre passività contratte con controparti non domestiche, come ad esempio la anca Europea degli Investimenti (BEI). A partire dal marzo del 2011, sono conteggiati in questa voce di debito anche i prestiti a medio e lungo termine in favore di Stati Membri della Unione Monetaria Europea (UEM) erogati attraverso lo *European Financial Stability Facility* (EFSF). Il totale dei prestiti esteri si è attestato, al 31 marzo 2011, a 4.609 milioni, evidenziando un incremento nei confronti dell'ammontare rilevato il 31 dicembre dello scorso anno pari a 655 milioni.

Tabella 3.1.5-1 – Debito: Emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Titoli con durata fino a due anni (in milioni di euro)

	BOT				CTZ
	Flessibili	3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi
gen-08	3.500	3.500	19.000	7.000	6.751
feb-08	5.500		9.820	7.500	2.750
mar-08	5.500		9.350	7.157	2.000
apr-08	2.500	4.000	9.500	8.000	3.501
mag-08	2.500	3.500	9.175	6.500	2.511
giu-08	5.500		10.450	5.500	2.750
lug-08	2.500	4.000	10.450	6.000	2.750
ago-08		3.500	9.500	6.000	2.000
set-08	3.500	3.000	10.450	7.000	4.375
ott-08	2.500	6.000	10.502	6.000	2.200
nov-08		4.500	10.195	6.000	2.200
dic-08		4.500		6.500	
gen-09	2.500	5.500	22.550	7.500	4.912
feb-09	3.500	4.500	11.000	8.250	2.750
mar-09	3.500	4.500	10.450	8.250	5.000
apr-09	3.500	5.500	10.450	8.800	3.300
mag-09	2.500	4.000	10.450	7.150	3.300
giu-09		4.000	10.550	7.200	5.000
lug-09		4.500	10.302	8.470	3.850
ago-09			11.000	7.150	3.300
set-09		4.000	10.251	8.203	5.000
ott-09			10.450	6.600	3.300
nov-09			9.795	6.050	2.750
dic-09				4.675	
gen-10		3.500	19.500	7.502	6.501
feb-10			10.738	7.700	3.300
mar-10			9.000	8.145	3.300
apr-10		3.500	9.500	8.250	4.000
mag-10			9.350	6.050	2.524
giu-10		3.000	9.000	6.600	3.000
lug-10			9.900	7.500	2.750
ago-10			9.590	7.150	4.001
set-10		3.500	9.105	7.700	3.000
ott-10			9.000	7.150	2.500
nov-10			8.500	6.050	2.000
dic-10				4.162	
gen-11			17.995	7.700	6.518
feb-11			9.000	8.025	2.500
mar-11		3.500	8.000	8.250	2.500

Tabella 3.1.5-2 – Debito: Emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Titoli con durata superiore ai due anni (in milioni di euro)

	CCT		BTPEi				BTP				
	7 anni	5/7 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	3 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni
gen-08	1.547		1.435				2.750	3.300	3.300		2.200
feb-08	3.840			1.650			3.300	3.300	2.750		
mar-08	2.000		1.650			550	5.000	3.099	2.750		
apr-08	1.375				1.620		2.750	3.950	3.025	4.000	
mag-08	1.375			4.000			2.750	4.000	5.000		2.000
giu-08	750		1.000		825		2.500	2.500	3.300	2.044	
lug-08	1.612			1.515			3.000	3.300	2.500	1.650	
ago-08	1.100		750		696		2.750	2.750	3.300		
set-08	2.500					750	5.000	2.500	2.750		2.000
ott-08	1.250						3.300	4.950	2.750		
nov-08	859			376		1.100	2.750	2.200	4.375		3.217
dic-08							1.570	2.480	3.753	1.403	
gen-09	940			1.100		550	2.014	5.000	3.226		1.604
feb-09	999			980	749		3.565	3.731	3.076	2.327	
mar-09	942			1.020			6.250	3.850	3.815		1.612
apr-09	1.547			900	951		3.525	3.850	4.400	3.191	
mag-09	1.601				2.000		3.810	3.575	6.875		2.719
giu-09	1.140			1.640			2.750	6.027	4.950	2.475	
lug-09	1.277				1.308		5.504	4.125	2.750	5.500	
ago-09	4.237			996			3.545	3.351	3.850		
set-09	2.750				1.109		3.300	2.919	3.850	2.200	6.000
ott-09	2.475					3.500	2.412	3.000	6.250	2.000	1.500
nov-09	2.414						2.565		2.895		
dic-09									2.925		
gen-10	2.169					651	4.665	5.840	3.563		3.621
feb-10	1.757			1.213			3.538	3.850	3.850	2.591	
mar-10	3.692				883	384	3.850	3.850	3.300		1.500
apr-10	1.650			3.000			3.833	3.842	6.250	2.730	
mag-10	1.311					513	3.300	3.023	3.850	2.200	
giu-10	1.401			1.529			4.101	4.000	4.112		
lug-10		4000		1.111		539	3.680	3.276	3.850		1.728
ago-10		2500					3.470	3.667	3.850	2.596	
set-10		2714		1.408			3.161	3.850	6.250	6000	2.200
ott-10		6.698		684		826	3.207	3.850	3.300		
nov-10							5.000	5.625	3.575	2.475	
dic-10		1.339					2.500		2.998		
gen-11		1.405	2.834				3.300	3.300	3.300	3.300	
feb-11		1.548		1.458			3.850	3.501	3.575		1.676
mar-11		1.500	1.728				3.169	3.112	6.149	2.184	

N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di concambio