

XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI

Tabella 2.3-20 – Contributi agli investimenti a Enti di previdenza e di assistenza

	Gennaio – Marzo		
	2010	2011	2012
Fondo occupazione - INPS	0	0	0
Sgravi in quota capitaria Mezzogiorno - INPS	0	0	0
TOTALE	0	0	0

Tabella 2.3-21 – Contributi agli investimenti ad Imprese

	Gennaio – Marzo		
	2010	2011	2012
SOCIETA' DI SERVIZI PUBBLICI	277	945	0
Ferrovie in regime di concessione e gestione governativa	1	1	0
Ferrovie dello Stato S.P.A.	109	799	0
di cui AV/AC	100	100	0
Poste	167	145	0
Servizi navigazione lacuale	0	0	0
CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD IMPRESE	765	417	603
Settore agricolo	28	25	23
Industria navalmeccanica ed armatoriale	0	0	1
Contributi per trasporto di merci	0	0	0
Fondo agevolazione ricerca - Fondo da ripartire	0	17	0
Fondo solidarietà agricoltura-incentivi indennizzi-incentivi assicurativi	2	1	18
FUS-attività cinematografica e circense	3	15	9
Incentivi alle imprese industriali	384	297	338
di cui settore aeronautico	1	8	33
Artigiancassa	0	0	0
Imprese operanti in aree depresse	3	0	0
Programma FREMM	0	18	0
Mutui salvaguardia Venezia	0	0	0
Interventi per il sistema autostradale (tramite ANAS)	0	0	190
Mutui settore trasporti	0	0	0
Imprenditorialità giovanile - Sviluppo Italia	0	0	0
Fondo occupazione quota	0	5	0
Contributi per abbattimento tassi int. Mutui agevolati	5	5	0
Crediti d'imposta per investimenti occupazione	0	0	0
Crediti d'imposta	0	0	0
Crediti d'imposta rottamazione	0	0	0
Fondo per la competitività e lo sviluppo	46	0	0
Fondo autotrasporto merci	0	1	0
Rete nazionale interporti	0	9	0
MOSE	0	0	0
Sviluppo settore farmaceutico	0	0	0
Fondo rotativo interventi capitali di rischio	0	0	0
Sicurezza stradale	0	0	0
Fondo per la finanza d'impresa	280	0	0
Reintegro anticipazioni concesse a favore di Alitalia	0	0	0
Bonus occupazionale	0	0	0
Altre imprese	13	15	24
TOTALE	1.042	1.362	603

Tabella 2.3-22 – Contributi agli investimenti ad Estero

	Gennaio – Marzo		
	2010	2011	2012
Partecipazione italiana Conferenza Europea Biologia Molecolare	0	0	0
Collaborazione con Paesi Centro-Orientali L. n.212/92	0	0	0
Aiuti a PVS – Sostegno a piccole e medie imprese	0	9	0
EUMETSAT	0	0	0
CERN-AIEA	0	0	0
Accordi Internazionali	7	5	3
Partecipazione dell'Italia al G8: cancellazione debiti paesi poveri	38	50	0
Finanziamento al Centro di Fisica Teorica di Trieste	0	0	0
Accordi di Bruxelles	0	0	0
Contributo italiano al fondo globale per la lotta all'AIDS	0	0	0
Altri investimenti all'estero	0	7	4
TOTALE	45	71	7

Tabella 2.3-23 – Altri trasferimenti in conto capitale

	Gennaio – Marzo		
	2010	2011	2012
A IMPRESE	0	0	0
SIMEST	0	0	0
Mediocredito	0	0	0
Sgravi contributivi portuali	0	0	0
rimborsogestori telefonici contributo per le telecomunicazioni pubbliche	0	0	0
CDP	0	0	0
Rimborso IVA autovetture	0	0	0
Rimborsi pregressi ultradecennali	0	0	0
Altri	0	0	0
AD AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE	424	1.056	500
Regioni	0	0	0
P.C.M. di Protezione civile	293	824	446
P.C.M. di protezione civile: emergenza rifiuti	0	8	5
P.C.M. di protezione civile: rischio sismico	0	36	48
P.C.M. Investimenti in materia di sport	66	57	0
Comuni	0	0	1
Enti previdenziali: cartolarizzazione immobili	0	0	0
Disavanzi pregressi USL	0	0	0
Somme per interventi ricostruzione Abruzzo - sisma 2009	65	124	0
Azienda Universitaria Umberto I° per estinzione debiti pregressi	0	0	0
Altri	0	8	0
A FAMIGLIE e ISP	0	0	0
A FONDI	16	11	13
Fondo globale	0	0	0
Riassegnazione residui perenti	0	0	0
Fondo aree sottoutilizzate	0	0	0
Fondo opere strategiche	9	3	2
Altro	7	8	12
TOTALE	440	1.067	513

Tabella 2.3-24 – Acquisizione di attività finanziarie

	Gennaio – Marzo		
	2010	2011	2012
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	33	33	33
Fondo interventi strategici settore informatico	0	0	0
Fondo rotativo imprese	0	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, Appulo Lucane e del Sud-Est	0	0	0
Fondazione ricapitalizzazione fondazioni lirico sinfoniche	0	0	0
Altri	0	0	0
TOTALE	33	33	33

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

2.4.1 Spese correnti

Il livello dei pagamenti per redditi da lavoro dipendente, pari a 20.907 milioni, presenta una flessione dell'11,6 per cento rispetto all'esercizio precedente. Il decremento dipende dalla circostanza che il pagamento degli arretrati relativi al contratto delle Forze Armate (sottoscritto alla fine del 2010) è stato effettuato nel 2011.

I pagamenti relativi alle Risorse proprie U.E. aumentano di 1.101 milioni (da 8.884 milioni nel 2011 a 9.985 nel 2012), di cui 989 milioni si riferiscono alla quota RNL.

I pagamenti per interessi passivi, come già accennato, si incrementano per 2.062 milioni (+9,4% rispetto allo scorso esercizio). Tale variazione risente dell'andamento dei tassi di interesse sui titoli di debito pubblico. I pagamenti per interessi su questi ultimi passano da 18.247 milioni nel 2011 a 22.599 milioni nel 2012, mentre quelli relativi ai buoni postali fruttiferi passano da 2.560 milioni nel 2011 a 1.499 milioni nel 2012.

I pagamenti per consumi intermedi aumentano per 330 milioni, mentre le erogazioni per i trasferimenti correnti alle imprese, a famiglie e all'estero, risultano sostanzialmente allineati con le risultanze del primo trimestre dell'esercizio 2011.

2.4.2 Spese in conto capitale

I pagamenti per gli investimenti fissi lordi (315 milioni) risultano sostanzialmente in linea con quelli a tutto marzo 2011, mentre quelli relativi ai contributi agli investimenti alle imprese, incluse le società di servizi pubblici, registrano un decremento di 759 milioni, che è dovuto principalmente a minori erogazioni a favore di Poste SPA (-145 milioni) e delle Ferrovie dello Stato (-799 milioni) e di un aumento per 190 milioni dalle somme erogate a favore di interventi per il sistema autostradale (tramite ANAS).

2.5 Trasferimenti ad Amministrazioni pubbliche ed altri pagamenti

Per le spese correnti non aventi impatto diretto sull'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni, i pagamenti alle Amministrazioni pubbliche registrano nel complesso, un decremento, pari a 4.164 milioni, attribuibile prevalentemente ai trasferimenti agli Enti di previdenza (-4.258 milioni; -21,2%) ed in particolare riguarda i trasferimenti all'INPS per gli oneri pensionistici a carico dello Stato (-4.481 milioni). Per contro i pagamenti per oneri a sostegno della maternità e paternità, registrano un incremento pari a 417 milioni.

I pagamenti per i trasferimenti alle Amministrazioni locali registrano un incremento di 505 milioni, quale risultante di maggiori erogazioni ai Comuni e ad Altri enti locali (1.718 milioni) e di minori trasferimenti alle Regioni (1.213 milioni, di cui 628 milioni sono relativi alle devoluzioni di quote di entrate erariali a Trento e Bolzano).

Il citato incremento registrato per i Comuni e gli Altri enti locali deriva dalle somme erogate per il ripiano conto sospesi per anticipazioni di tesoreria (2.419 milioni) ai sensi dell'articolo 9, comma 1, del decreto - legge n. 669/1996.

Inoltre, si rappresenta, che, le erogazioni per il federalismo municipale in attuazione del decreto legislativo n. 23/2011, art. 2, commi 3 e 4, che prevedono l'istituzione di un fondo sperimentale di riequilibrio per i Comuni delle Regioni a statuto ordinario e la conseguente riduzione del fondo per la compensazione della minore ICI sulle abitazioni principali e dei fondi ordinari, perequativi e consolidati per la finanza locale, nell'esercizio 2011, sono avvenuti solo a partire dal mese di luglio.

Con riferimento ai pagamenti in conto capitale, non aventi impatto diretto sull'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni, i contributi agli investimenti alle Amministrazioni pubbliche aumentano di circa 691 milioni per effetto in particolare dell'incremento relativo ai contributi alle Amministrazioni locali (716 milioni). Tale crescita riguarda principalmente le somme per il ripiano conto sospesi per anticipazioni di tesoreria (+760 milioni) ai sensi dell'articolo 9, comma 1, del decreto legge n. 669/1996.

Da ultimo, si evidenzia il decremento per gli altri trasferimenti in conto capitale, di 554 milioni, riferito in modo particolare alle somme da assegnare alla Protezione Civile.

3 IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

3.1 La consistenza del debito nel settore statale

Al 31 marzo 2012 la consistenza del debito del settore statale è risultata pari a 1.800.060 milioni, con un incremento in valore assoluto che si attesta a +79.395 milioni nell'arco dei dodici mesi, corrispondente ad una variazione percentuale del +4,6 per cento, mentre, rispetto al 31 marzo 2011, l'aumento registrato è risultato pari a +35.588 milioni, corrispondente ad un aumento del 2,0 per cento.

3.1.1 Scadenze dei titoli di Stato

Nel primo trimestre 2012, il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 114.130 milioni, con un aumento del 10,4 per cento rispetto ai 103.396 milioni dello stesso periodo del 2011.

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

	I trimestre 2011	II trimestre 2011	III trimestre 2011	IV trimestre 2011	I trimestre 2012
Totali a breve termine	51.942	53.007	48.150	58.993	48.985
di cui: BOT	51.942	51.095	48.150	52.987	48.985
Carta commerciale		1.912		6.006	
Totali a medio-lungo termine	51.454	26.718	68.429	15.508	65.145
di cui: CTZ, CCT e BTP	46.772	26.718	66.187	15.508	63.606
Titoli esteri	4.682		2.242		1.539
TOTALE	103.396	79.725	116.579	74.501	114.130

Il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 48.985 milioni, rappresentati esclusivamente da BOT. Nel primo trimestre 2011 erano stati rimborsati 51.942 milioni e, anche in questo periodo, non erano presenti titoli esteri in scadenza. Tale contrazione delle scadenze a breve termine è tutt'altro che casuale: nel corso del 2010 e del 2011 è stato progressivamente ridotto il circolante dei BOT proprio per non gravare ulteriormente il carico dei rimborsi nella prima parte del 2012, anno in cui si registra un picco degli stessi. In particolare, nel quarto trimestre del 2011 si è evitato di emettere BOT trimestrali, proprio per facilitare il rinnovo del *funding* nel primo trimestre del 2012.

Nel comparto a medio-lungo termine i rimborsi sono risultati pari a 65.145 milioni, di cui 63.606 milioni rappresentati da emissioni interne e 1.539 milioni da emissioni estere. Nel primo trimestre dello scorso anno erano invece stati rimborsati 51.454 milioni, di cui 46.772 milioni di emissioni interne e 4.682 milioni di emissioni estere.

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

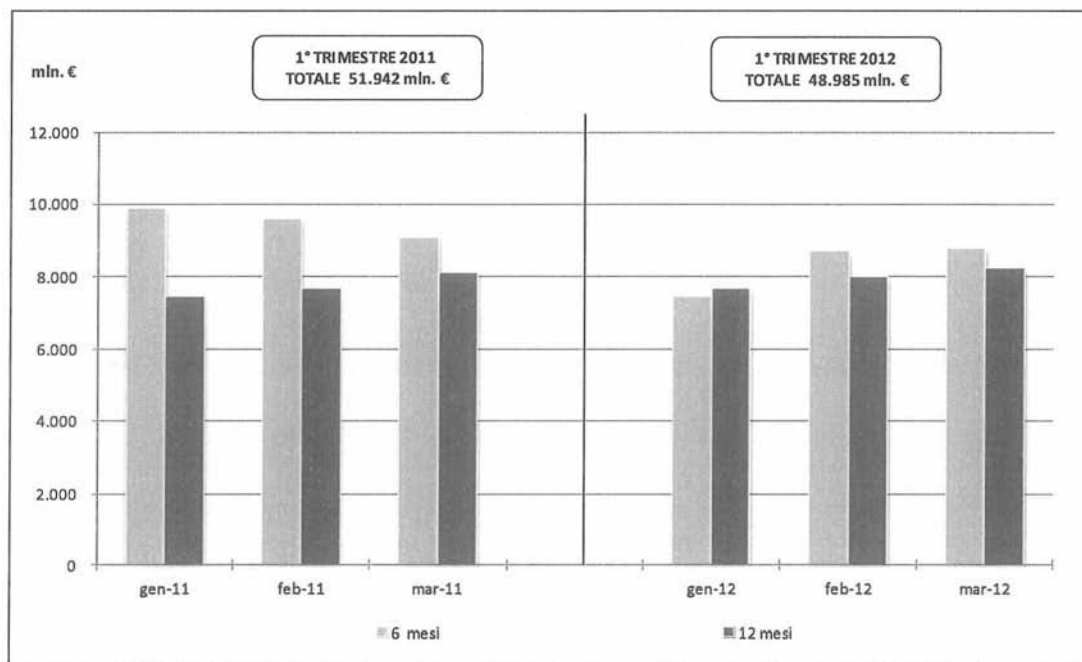
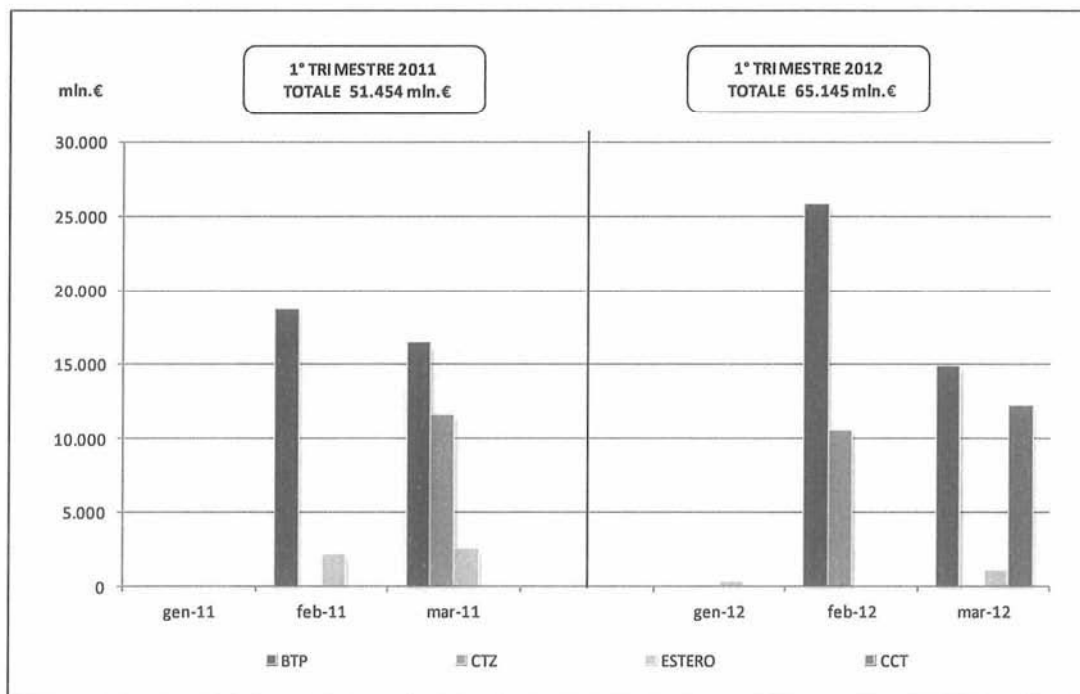


Figura 3-2: Titoli in scadenza a medio – lungo termine.



3.1.2 Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

Nella seconda metà del 2011, il mercato dei titoli di Stato era stato caratterizzato da una fase di volatilità elevata per effetto del propagarsi della crisi dei debiti sovrani dell'area euro, la quale aveva dato luogo ad un calo non trascurabile dei corsi con conseguente incremento dei tassi di interesse, prima del mercato secondario e poi delle nuove emissioni, nonché al deterioramento della liquidità sul mercato secondario.

Nel primo trimestre 2012, i rendimenti dei titoli di Stato italiani hanno invece registrato una riduzione sulle diverse scadenze riavvicinandosi ai livelli precedenti a quelli di luglio dello scorso anno, grazie a una leggera attenuazione delle tensioni nell'area euro e ai progressi verso il consolidamento fiscale e le riforme strutturali del Paese.

Anche per questo trimestre, così come per il resto dell'anno, nella scelta degli strumenti e delle quantità il Tesoro ha adottato un approccio impostato su principi di regolarità e trasparenza, con l'obiettivo di conseguire favorevoli condizioni di costo ed esposizione ai principali rischi di mercato. In concomitanza alle ordinarie sessioni d'asta a medio e lungo termine, hanno avuto luogo le riaperture dei titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*), con la finalità di migliorare le condizioni di negoziazione sul mercato secondario per specifici titoli e/o settori della curva dei rendimenti o laddove vi siano particolari richieste da parte del mercato.

Nel dettaglio, sul mercato interno sono stati emessi complessivamente 144.940 milioni di titoli di Stato, con un incremento pari a +15,2 per cento rispetto agli 125.771 milioni del corrispondente trimestre del 2011.

Tabella 3.1.2-1 – Emissioni lorde di titoli di Stato al netto delle operazioni di concambio (in milioni di euro)

	I trimestre 2011	II trimestre 2011	III trimestre 2011	IV trimestre 2011	I trimestre 2012
Totali a breve termine	64.382	47.433	57.241	44.674	80.408
BOT	62.470	47.090	54.835	41.418	78.754
Carte commerciali	1.912	343	2.406	3.256	1.654
Totali a medio lungo termine	64.252	63.355	49.292	44.391	66.854
CTZ	11.518	11.587	7.875	4.400	13.567
BTP	40.415	37.449	31.919	36.591	41.370
BTPeI	6.019	6.425	1.692	1.374	3.055
BTP ITALIA					7.291
CCT	5.350	7.894	5.299	2.026	903
Titoli esteri	950		2.507		668
TOTALE	128.634	110.788	106.533	89.065	147.262

Nel comparto a breve termine, le emissioni di BOT sono state pari a 78.754 milioni (di cui 13.500 milioni flessibili, 3.500 milioni trimestrali, 35.416 milioni semestrali e 26.338 milioni annuali), con un incremento del 26,1 per cento rispetto al primo trimestre 2011. Un maggiore ricorso al breve termine era da tempo programmato in questo trimestre, alla luce delle consistenti necessità di rifinanziamento.

Le emissioni nette del BOT semestrale, svolte a fine mese, sono state positive per 10.406 milioni, in ragione di importi emessi ampiamente superiori rispetto ai quantitativi in scadenza. Sul loro ammontare ha anche influito il regolamento dell'asta di fine dicembre che, come di consueto, cade il primo giorno lavorativo di gennaio. Il BOT annuale, offerto con regolarità a metà mese, ha registrato emissioni nette positive per 2.363 milioni.

Le esigenze della tesoreria hanno giustificato l'emissione dei BOT a 3 mesi e di quelli con scadenza non standard (i cosiddetti BOT flessibili), a cui il Tesoro prevede di fare un frequente impiego nel corso del 2012.

Per quanto riguarda i rendimenti in asta, c'è stato un netto calo sia per il titolo semestrale, i cui tassi sono scesi all'1,12 per cento dal 6,60 per cento del trimestre precedente, sia per i tassi del titolo annuale, passati dal 5,95 per cento all'1,40 per cento, i quali hanno tratto un sensibile beneficio dall'elevata liquidità immessa sul mercato monetario dalla BCE, accompagnata da un certo miglioramento nella fiducia degli investitori.

Alla fine del trimestre, lo stock dei BOT ha registrato un aumento pari a +29.769 milioni rispetto al dato di fine dicembre, mentre in confronto a marzo 2011 l'aumento è stato pari a +20.880 milioni. Il circolante dei BOT si è attestato all'9,0 per cento, in confronto all'8,2 per cento di un anno prima.

Nel comparto a 24 mesi sono stati adottati nuovi criteri di emissione tesi a favorire una maggiore flessibilità dell'offerta. Infatti, a partire dalla prima operazione regolata a gennaio, che ha visto il collocamento dell'ultima tranche del CTZ 30/09/2011 – 30/09/2013, è stato esteso anche a questo titolo il modello di asta con fissazione discrezionale da parte del Tesoro, in base alle concomitanti condizioni di mercato, della quantità collocata all'interno di un intervallo precedentemente annunciato e con determinazione del prezzo di aggiudicazione, analogamente agli altri titoli a medio-lungo termine. L'offerta è stata calibrata tenendo conto della performance complessiva del segmento a due anni e del riscontro presso più categorie di investitori aventi una presenza significativa sullo strumento.

Alla fine di gennaio è stato poi inaugurato il CTZ 31/01/12 – 31/01/14, emesso regolarmente nel corso del trimestre, che ha raggiunto un circolante di 14,5 miliardi.

Le emissioni lorde del CTZ sono state pari a 13.567 milioni, crescendo del 17,8 per cento rispetto al primo trimestre del 2011. Le emissioni nette sono risultate di 2.967 milioni e su di esse ha inciso il regolamento, che cade ad inizio anno, dell'ultima asta di dicembre. I rendimenti in asta sono diminuiti di oltre la metà rispetto al 7,8 per cento dello scorso novembre.

Nel corso del 2012 scadranno CTZ per 46 miliardi, un volume superiore di circa 9 miliardi a quello dello scorso anno, mentre gli importi offerti dovrebbero mantenersi sui livelli del 2011 (circa 35 miliardi), portando ad una riduzione della percentuale del titolo a 24 mesi rispetto al debito complessivo. Lo stock dei CTZ ha infatti registrato un flessione di 1.515 milioni rispetto al valore di marzo dello scorso anno, benché nell'arco del trimestre si sia verificato un incremento, dato che non vi erano titoli in scadenza alla fine del 2011. Alla fine del primo trimestre 2012, i CTZ hanno rappresentato il 3,9 per cento dello stock del debito, rispetto al 4,2 per cento del precedente anno.

Per quanto riguarda i BTP, nel periodo in esame si sono avuti collocamenti su ogni scadenza, escluse quelle a più lungo termine. Nella seconda metà del 2011, infatti, il comparto dei BTP nominali con scadenza superiore ai 10 anni aveva fatto registrare fasi di volatilità decisamente più elevata dei BTP con scadenza inferiore, dando luogo all'emergere di diverse dislocazioni nella curva dei rendimenti a lungo termine dei titoli di Stato, riconducibili a fenomeni di ridotta liquidità di diversi titoli sul mercato secondario. Il Tesoro dovrebbe perciò destinare ai comparti a 3, 5 e 10 anni una quota largamente maggioritaria delle emissioni di BTP nominali nel corso di quest'anno, anche in considerazione dei potenziali impatti sul mercato dei contratti future.

La modalità d'asta adottata è stata ancora quella marginale con fissazione discrezionale del prezzo, in cui i titoli *on-the-run* sono proposti ciascuno con il proprio intervallo di offerta, mentre quelli *off-the-run* con un intervallo congiunto. In questo modo il Tesoro ha inteso mantenere, per i primi, una distribuzione dei volumi in scadenza il più possibile uniforme nel tempo e, per i secondi, assecondare meglio la domanda degli strumenti non più in corso di emissione. Nel 2012 la cadenza delle emissioni mensili ha subito delle modifiche. I BTP a 5 e 10 anni *on-the-run* sono stati inseriti nella tornata d'asta di fine mese, mentre i BTP a 3 anni sono stati spostati in quella di metà mese. Ove ricorrano le condizioni, saranno ancora proposti i BTP sulle scadenze 15 e 30 anni nelle aste di metà mese.

Le emissioni lorde relative al primo trimestre sono state pari a 41.370 milioni, con un incremento del 2,4 per cento rispetto ai 40.415 milioni dello stesso periodo del 2011. Inclusi i titoli *off-the-run*, sono stati collocati 17.495 milioni di BTP nel comparto fino a tre anni, 9.533 milioni nel comparto fino a cinque anni e 14.342 milioni in quello compreso tra i sei e i dieci anni.

Nella parte più a breve termine della curva, sono proseguite fino a febbraio le emissioni del BTP 15/11/2011 – 15/11/2014, inaugurato all'inizio dello scorso dicembre, con cedola annuale del 6,00 per cento, il cui circolante si è attestato a 14,5 miliardi. Nell'asta di metà marzo è stato invece inaugurato il BTP 01/03/12 – 01/03/15, con cedola del 2,50 per cento, collocato per quasi 6 miliardi. Sono stati infine emessi due titoli *off-the-run*, con vita residua di due e tre anni.

Nel comparto a cinque anni, sono state collocate quattro tranches del nuovo BTP 01/02/12 – 01/05/17, con cedola del 4,75 per cento, il cui circolante è risultato complessivamente pari a circa 7 miliardi. Anche su questa scadenza sono stati riaperti due BTP *off-the-run*, con vita residua di 4 e 5 anni, che hanno raggiunto un circolante superiore, rispettivamente, a 15 e 25 miliardi.

Nel comparto a dieci anni, sono state emesse quattro tranches del BTP 01/09/2011 – 01/03/2022, con cedola del 5,00 per cento, inaugurato all'inizio di settembre 2011. A febbraio, il circolante del titolo decennale è risultato superiore ai 17 miliardi. Nell'asta regolata il primo di marzo è stato quindi inaugurato il BTP 01/03/12 – 01/09/22, con cedola del 5,50 per cento, emesso per un importo pari a 4.687 milioni di euro. Infine, c'è stata la riapertura di quattro titoli *off-the-run*, la cui vita residua compresa tra i sei e i dieci anni. Il circolante di ciascun titolo si è attestato su valori superiori ai 24 miliardi.

Se nell'ultima operazione del 2011 il BTP a 3 anni registrava un rendimento prossimo all'8,0 per cento, evidenziando come le scadenze più a breve fossero quelle maggiormente sotto pressione, nel primo trimestre 2012, nonostante la prossimità delle aste con i declassamenti subiti dall'Italia e le preoccupazioni degli operatori di mercato per la situazione di Grecia e Portogallo, i rendimenti si sono progressivamente ridotti fino al 2,76 per cento dell'asta di metà marzo, beneficiando della notizia dell'accordo sul debito greco, e con una domanda ampiamente superiore all'importo in offerta. Ugualmente, sulle scadenze medio-lunghe si è avuto un graduale allentamento delle tensioni e i rendimenti in asta sono passati dal 7,56 per cento di fine novembre al 5,24 per cento di fine marzo.

Nel complesso, il circolante dei BTP ha registrato un aumento pari a +641 milioni, rispetto al trimestre precedente, e di +56.841 milioni, nell'arco dei dodici mesi. In termini percentuali, alla fine del primo trimestre i BTP hanno raggiunto una quota del 58,6 per cento sullo stock complessivo del debito del settore statale, registrando un lieve aumento rispetto a marzo 2011.

Nel trimestre considerato, il Tesoro ha emesso i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione dell'area euro (con esclusione dei prodotti a base di tabacco) secondo i consueti collocamenti mensili, cercando di conciliare, nella selezione dei titoli da offrire, le proprie scelte di gestione con le aspettative degli investitori, in particolare degli operatori specializzati nel settore che detengono un'esposizione significativa nello strumento.

Nel comparto quinquennale, dove non venivano svolte operazioni da circa un anno, sono state emesse la VII e VIII tranche del BTP€i 15/09/10 – 15/09/16, con cedola reale del 2,10 per cento, per un importo di 758 milioni. Nel comparto decennale, a fine marzo è stata eseguita un'emissione del BTP€i 15/03/2010 – 15/09/2021, con cedola del 2,10 per cento, per 495 milioni. Inoltre si sono avute tre riaperture di *titoli off-the-run*: una del BTP€i 15/09/2003 – 15/09/2014, con vita residua di 2 anni, e due del BTP€i 15/03/2008 – 15/09/2019, con vita residua di 7 anni.

Il circolante rivalutato per l'inflazione, nel periodo in esame, è cresciuto per un importo pari a +2.814 milioni rispetto la fine di dicembre, mentre nell'arco dei dodici mesi si è registrato un incremento pari a +14.365 milioni. In termini percentuali, i titoli indicizzati rappresentavano il 6,9 per cento, dello stock complessivo di debito rispetto al 6,4 per cento del primo trimestre 2011.

Sempre nel comparto degli indicizzati, a marzo è stata realizzata la prima emissione del BTP Italia, una nuova tipologia di strumento finanziario, principalmente destinato all'investitore retail, indicizzato all'inflazione italiana (Indice FOI, senza tabacchi - Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati), con durata quadriennale e rivalutazione del capitale corrisposta semestralmente.

L'importo emesso del BTP Italia 26/03/2012 – 26/03/2016, con cedola reale annua del 2,45 per cento, è stato pari a 7.291 milioni ed il regolamento dell'operazione ha avuto luogo lo stesso giorno del godimento del titolo. In questo nuovo comparto è stato reso possibile, come preannunciato dal Tesoro, l'acquisto del titolo direttamente sul MOT (il Mercato Telematico delle Obbligazioni e Titoli di Stato di Borsa Italiana), che rappresenta un canale di emissione aggiuntivo, rispetto a quello tradizionale, dedicato agli investitori individuali e alle negoziazioni di piccolo taglio. In particolare, l'emissione ha avuto luogo mediante la raccolta di ordini d'acquisto sul MOT attraverso Banca IMI Spa e Unicredit Bank AG, due *Dealer* selezionati dal MEF tra gli Specialisti in titoli di Stato. Il periodo di collocamento è stato di quattro giorni lavorativi entro i quali i risparmiatori hanno avuto la possibilità di sottoscrivere i titoli alla pari, con aggiudicazione per tutti del quantitativo richiesto. Dato un tasso annuo reale minimo, pari al 2,25 per cento, annunciato prima dell'apertura delle sottoscrizioni per agevolare le decisioni di investimento, la cedola reale annua definitiva (2,45%) è stata fissata alla fine del collocamento sulla base delle condizioni di mercato.

Il numero complessivo dei contratti di acquisto validamente conclusi alla pari è stato di 133.479. Di questi contratti, oltre 110.000 (83,0%) hanno avuto una dimensione inferiore ai 50.000 euro, soglia normalmente considerata per distinguere gli investitori *retail* da quelli istituzionali. All'interno di questo gruppo, circa 79.000 contratti (56%) sono stati di importo inferiore ai 20.000 euro, a testimonianza di una larga partecipazione di piccoli risparmiatori. Si è potuto desumere che tra gli investitori istituzionali che hanno acquistato il BTP Italia non siano mancati gli operatori esteri, stimati intorno al 3,0 per cento dell'ammontare complessivo.

Per quanto riguarda il comparto del tasso variabile, in considerazione della poco soddisfacente performance fatta registrare dal titolo lo scorso anno, le emissioni dei CCTeu sono state concentrate in un'unica asta con frequenza trimestrale, in concomitanza delle aste

dei BTP a 5 e 10 anni, nel mese che presenta la situazione più favorevole sia sul piano della domanda che della liquidità sul mercato secondario. Lo scorso anno, infatti, il comparto ha presentato fasi critiche, caratterizzate dai corsi che scendevano ampiamente sotto la pari, soprattutto quando le turbolenze sui mercati europei si facevano più intense benché, nelle fasi di minore tensione, la domanda sia stata sostenuta anche da soggetti istituzionali non domestici. Nel 2012 giungeranno a scadenza 25,7 miliardi di CCT, oltre 4 miliardi in meno rispetto al 2011, mentre le emissioni complessive dovrebbero portare ad un'ulteriore riduzione della quota dei titoli nominali a tasso variabile sul totale del debito, contribuendo a migliorare l'esposizione al rischio di tasso di interesse.

Nel periodo in esame è stata effettuata l'emissione del CCTeu 15/04/2011 – 15/04/2018, con spread di 100 p.b., che era stato inaugurato lo scorso maggio e il cui circolante ha raggiunto circa i 10 miliardi.

Il circolante complessivo dei CCT (inclusivo anche dei CCTeu) è diminuito sia nell'arco dei tre mesi, di 11.375 milioni di euro, che nell'arco dei dodici mesi, di 29.014 milioni. In termini percentuali, i CCT rappresentavano a fine trimestre il 7,4 per cento dello stock complessivo di debito, rispetto al 9,4 per cento dell'anno precedente.

In conclusione, nel primo trimestre 2012, il totale dei titoli emessi sul mercato interno nel comparto BTP-BTP€i-CCT è stato pari a 45.328 milioni, a fronte dei 51.784 milioni emessi nello stesso periodo del 2011.

3.1.3 Gestione della liquidità

Come stabilito dalla legge di contabilità e finanza pubblica (legge n. 196/2009), il 30 novembre scorso il Tesoro ha dato attuazione al nuovo sistema di gestione giornaliera della liquidità giacente sul Conto disponibilità, ai sensi del decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011. La riforma prevede che la giacenza depositata sul suddetto Conto sia remunerata dalla Banca d'Italia fino ad una soglia massima ed incentiva quindi il Tesoro ad impiegare, almeno in parte, la propria liquidità sul mercato monetario. Il Tesoro ha inoltre la facoltà di investire la liquidità presso la Banca d'Italia, in depositi vincolati a scadenza predeterminata. Pertanto, a partire dal 2011, la disponibilità del Tesoro si compone sia della liquidità giacente su tale Conto detenuto presso la Banca d'Italia, sia della consistenza dei depositi vincolati accesi presso lo stesso istituto, sia, infine, degli impieghi effettuati dal Tesoro presso il sistema bancario, attraverso la cosiddetta operatività OPTES. Quest'ultima prevede lo svolgimento di un'asta mattutina e di un'eventuale asta pomeridiana finalizzate all'impiego o alla raccolta della liquidità sul mercato monetario, tramite operazioni con regolamento nella giornata lavorativa immediatamente seguente a quella della contrattazione (durata *overnight*).

Durante il periodo rendicontato, le offerte di liquidità al sistema bancario nelle aste di impiego hanno registrato un importo medio giornaliero di 4.598 milioni, con un tasso medio ponderato di assegnazione compreso tra 0,35 – 0,69 per cento. Si evidenzia che tale forma di impiego delle disponibilità liquide si sta svolgendo in un contesto di mercato caratterizzato, in genere, dall'assenza di domanda, a seguito delle misure non convenzionali di rifinanziamento varate dalla BCE, che hanno determinato un eccesso di liquidità a disposizione del sistema bancario.

Nel corso del trimestre, infine, non è stata svolta alcuna operazione di raccolta della liquidità.

3.1.4 Operazioni sui mercati esteri

Nel comparto a medio lungo termine sono scaduti 1.539 milioni di titoli esteri. A gennaio è infatti rimborsata un'emissione a tasso variabile del programma EMTN, di durata decennale, di importo pari a 400 milioni. Successivamente, all'inizio di marzo è stato rimborsato un eurobond, originariamente emesso in dollari statunitensi e avente una durata di 16 anni, per un controvalore di 1.139 milioni.

Le emissioni sui mercati finanziari internazionali sono state svolte sia nel comparto di mercato monetario di durata inferiore all'anno che in quello a medio-lungo termine.

Relativamente al breve termine, le operazioni in *commercial paper* sono state complessivamente nove, di cui una denominata in sterline inglesi e le altre in euro, per un controvalore complessivo di 1.654 milioni di euro. Su tale comparto il Tesoro sarà attivo anche per incrementare la diversificazione degli investitori operanti sugli strumenti a breve e brevissimo termine.

Nel comparto a medio-lungo termine, sono stati emessi due prestiti obbligazionari del programma *European Medium Term Note* (EMTN) nella prima metà di febbraio. Il primo prestito è rappresentato da un titolo indicizzato all'inflazione europea, con scadenza luglio 2042, collocato per 230 milioni di euro, mentre l'altro è un titolo a tasso fisso con rimborso ad ammortamento e scadenza dicembre 2024, collocato per 438 milioni.

3.1.5 Evoluzione dei rendimenti

Nel primo trimestre del 2012 si è evidenziato qualche timido segnale di stabilizzazione nell'area euro, anche se le prospettive economiche sono rimaste soggette a rischi al ribasso elevati. Le perduranti tensioni nei mercati del debito sovrano, producendo un impatto sulle condizioni di finanziamento e sull'economia reale, insieme all'elevata disoccupazione in alcune parti dell'area euro e al processo di risanamento dei bilanci, hanno frenato la ripresa, nonostante le misure adottate per ripristinare il buon funzionamento dell'area euro. A livello mondiale, l'espansione economica nel medio periodo ha continuato ad essere sostenuta dalla crescita dei paesi emergenti, pur risentendo della minore domanda proveniente dalle principali economie avanzate.

Le politiche monetarie dei paesi più avanzati si sono mantenute ampiamente espansive, a fronte dei rischi al ribasso per l'attività economica e di contenute aspettative di inflazione.

Il *Federal Open Market Committee* ha dichiarato una crescita moderata dell'economia statunitense e un leggero miglioramento delle condizioni complessive nel mercato del lavoro, malgrado la considerevole vulnerabilità a *shock* esterni. L'intervallo-obiettivo per il tasso ufficiale sui *Federal Funds* è stato mantenuto tra 0 – 0,25 per cento, e ne è stato annunciato il mantenimento a questo livello almeno fino a tutto il 2014. La FED ha ribadito anche la necessità di una politica fiscale efficace per evitare un aumento insostenibile del rapporto tra debito e PIL e il verificarsi di situazione simile a quella europea.

Il Consiglio direttivo della BCE ha lasciato invariati i tassi di interesse di riferimento dell'istituto. Alla fine del trimestre, l'inflazione sui dodici mesi nell'area euro misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) è diminuita impercettibilmente rispetto alla fine del 2011, collocandosi al 2,6 per cento, ma è prevista oltre il 2,0 per cento ancora per diversi mesi. Anche le prospettive di medio periodo dell'evoluzione dei prezzi sono risultate equilibrate. Mentre i rischi verso l'alto sono connessi ai rincari di energia e materie prime e ad

incrementi di imposte indirette e prezzi amministrati, i principali rischi al ribasso riguardano invece l'impatto di una crescita più debole rispetto alle attese sia nell'area euro che a livello mondiale.

Al fine di contrastare le difficoltà di provvista delle banche, indotte dalle tensioni sul mercato del debito sovrano e dall'elevato ammontare di obbligazioni bancarie in scadenza nella prima parte dell'anno, l'Eurosistema ha attuato diverse misure non convenzionali di politica monetaria, tra cui le due operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO²²) a tre anni, decise nell'ultimo trimestre del 2011, la seconda delle quali a fine febbraio. L'operazione è stata giustificata dalle difficoltà di raccolta di diversi istituti e i connessi rischi di una crisi sistemica in grado a produrre tensioni sul mercato interbancario, con possibili ripercussioni anche sui rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro.

I rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area euro con *rating* AAA sono diminuiti di 10 punti base (p.b.), attestandosi al 2,5 per cento alla fine del primo trimestre. La domanda di attività rifugio (*flight to quality*) è rimasta infatti sostenuta per tutto il periodo in esame, a sottolineare come la fiducia, seppur leggermente migliorata, rimanga tuttora fragile.

Inizialmente, tra gli operatori sui mercati obbligazionari si sono diffuse aspettative positive in prossimità del vertice dei capi di Stato e di governo dell'area euro del 30 gennaio, a cui è seguita l'approvazione del Trattato sulla stabilità, il coordinamento e la governance nell'Unione economica e monetaria (il cosiddetto *Fiscal compact*). In particolare quest'ultimo introduce due parametri di riferimento per il rapporto tra debito e PIL, il quale se superiore al 60,0 per cento dovrà essere progressivamente ridotto di un ventesimo all'anno in media, e per il deficit strutturale, che non potrà eccedere lo 0,5 per cento del PIL. Alle più favorevoli condizioni dei mercati ha concorso in seguito l'annuncio di misure di bilancio e riforme strutturali in diversi Paesi dell'area euro. Anche i dati macroeconomici, migliori delle aspettative negli Stati Uniti, parevano sostenere la stabilizzazione della fiducia.

Dalla seconda metà di gennaio si è però assistito al riacutizzarsi dei timori relativi al *default della Grecia* sollevati da incertezze sull'esito del negoziato sottostante l'erogazione della nuova tranche di aiuti, nonostante l'approssimarsi di cospicue scadenze di *bond*, che hanno nuovamente sospinto verso l'alto i rendimenti dei titoli di Stato dell'area euro.

In un contesto di mercato già nervoso, le agenzie di *rating* hanno operato una revisione generale del merito di credito dei paesi dell'area euro, che ha portato a numerosi declassamenti di obbligazioni sovrane. Infatti, il 13 gennaio *Standard & Poor's* (S&P's) ha ridotto di due notch, portandolo a BBB+ con *outlook* negativo, il rating sovrano dell'Italia. Tra gli altri paesi, i declassamenti hanno colpito in particolare Francia e Austria la cui perdita della tripla A ha determinato, secondo la stessa agenzia, il venir meno delle condizioni che consentivano allo *European Financial Stability Facility* di beneficiare della massima valutazione. Alla fine del mese è stata infine confermata la revisione, di un solo notch, del *rating* italiano anche da parte di *Fitch*, che lo aveva messo in *credit watch* negativo lo scorso 16 dicembre. I molteplici declassamenti non sembrano, tuttavia, aver pesato in misura significativa sul clima del mercato.

²² Long Term Refinancing Operation;

A febbraio è proseguita la revisione verso il basso dei *rating* di gran parte dei paesi dell'area euro, giustificata dai crescenti rischi finanziari e macroeconomici derivati dalla crisi dei debiti sovrani; il 14 febbraio anche *Moody's* ha tagliato di un grado il *rating* del debito della Repubblica, sulla base di una valutazione dell'efficacia delle riforme economiche varate, mantenendone l'*outlook* negativo. L'impatto sul rendimento dei titoli di Stato italiani, anche in questo caso, è risultato marginale. Infatti, l'attenzione dei mercati obbligazionari è porsa concentrata piuttosto sugli sviluppi, positivamente percepiti, verso la risoluzione della crisi dei debiti sovrani.

All'inizio del mese, come anticipato dal precedente vertice UE, è stato firmato il Trattato intergovernativo che istituisce il Fondo permanente di gestione delle crisi nell'area euro (*European Stability Mechanism*), e che diventerà operativo da luglio con una capacità iniziale di finanziamento di 500 miliardi di euro effettivi. Gli aiuti veicolati tramite il Fondo saranno subordinati alla ratifica del *Fiscal compact* da parte dello Stato che richiede l'assistenza finanziaria, a partire da marzo 2013. In seguito, il 9 febbraio è stato raggiunto l'accordo relativo a un programma di ristrutturazione del debito greco, che prevedeva l'erogazione di una nuova tranche di aiuti da 130 miliardi entro il 2014 e uno scambio delle obbligazioni detenute dai creditori privati con altri titoli a più lunga scadenza, con un taglio del valore nominale previsto nella misura del 53,5 per cento. L'offerta di scambio ha provocato però un ulteriore peggioramento del merito creditizio della Grecia fino al grado di "default selettivo", secondo S&P's.

Nella prima metà di marzo i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area euro hanno risentito positivamente dell'iniezione di liquidità offerta al sistema bancario attraverso la summenzionata LTRO a tre anni.

Nell'ultima decade del mese, mentre si riaccendevano alcune tensioni sui mercati obbligazionari a causa di allarmismi relativi ad alcuni paesi dell'area euro e delle preoccupazioni per il rallentamento dell'economia cinese, i rendimenti a lungo termine hanno registrato una qualche diminuzione, ma rimanendo nel complesso stabili rispetto la fine di febbraio.

Per la maggior parte dei Paesi dell'area euro, i differenziali di rendimento dei titoli di Stato a 10 anni rispetto ai corrispondenti titoli tedeschi (*spread*) si sono ridotti.

L'Italia è stata tra quelli che hanno conseguito il maggiore calo (-189 p.b.), con riassorbimento anche del differenziale rispetto la Spagna. La riduzione è stata di 22 p.b. per la Francia, 54 p.b. per il Belgio, 190 p.b. per il Portogallo e 155 p.b. per l'Irlanda, mentre lo *spread* è cresciuto di 31 p.b. per la Spagna.

Nel dettaglio, lo *spread* del BTP decennale dopo aver raggiunto il valore massimo (530 p.b.) verso l'inizio del trimestre, ha iniziato a diminuire fino ad attestarsi sui 332 p.b. di fine marzo, in confronto ai 521 p.b. della fine di dicembre.

Nel comparto trentennale, lo *spread* è risultato di 345 p.b. alla fine del primo trimestre, rispetto ai 448 p.b. del trimestre precedente.

Un'attenuazione della rischiosità percepita è stato registrata anche dai differenziali in asset swap dei titoli di Stato dell'Italia. Lo *spread* del titolo a tre anni si è ridotto fino a +216 p.b., rispetto ai +371 p.b. di fine dicembre mentre, sulla parte lunga della curva, gli *spread* del titolo decennale e trentennale si sono attestati rispettivamente a +274 p.b. e +297 p.b., in confronto ai valori di +408 p.b. e +348 p.b. del trimestre precedente.

La curva dei rendimenti dei titoli di Stato italiani ha subito una traslazione verso il basso su tutte le scadenze. Nel corso del trimestre, il rendimento è diminuito di 167 p.b. per il BOT

annuale, di 178 p.b. per il BTP quinquennale, di 188 p.b. per il titolo a dieci anni e di 91 p.b. per quello a trent'anni, rispetto alla fine di dicembre.

Paragonata ad un anno fa, la curva dei rendimenti evidenzia una conformazione non troppo dissimile da quella di fine marzo 2011, ad eccezione del brevissimo termine, dove il tasso a 3 mesi. Infatti, se il rendimento è diminuito di 16 p.b per il BOT a un anno, è invece salito di 44 p.b. per il BTP quinquennale, di 30 p.b. per il BTP decennale e di 24 p.b. per il titolo trentennale.

La vita media ponderata dei titoli di Stato è stata pari a 81,99 mesi, riducendosi di circa due mesi dalla fine del 2011.

3.1.6 Altre passività del settore statale

In questo paragrafo si esaminano le altre componenti del debito a carico 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 2012, risulta pari a complessivi 4.237 milioni.

I conti correnti depositati presso la Tesoreria centrale dello Stato, in quanto crediti vantati nei confronti dello 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" ammonta complessivamente a 136.299 milioni, al 31 marzo 2012, facendo registrare un aumento nell'arco dei dodici mesi pari a +9.693 milioni, mentre nell'arco del trimestre si è registrato un incremento pari a +8.459 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 a fine marzo 2012 è risultata pari a 131.067 milioni.

L'ammontare delle giacenze sui conti correnti dei soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione diversi da Cassa Depositi e Prestiti si è attestato a 5.232 milioni.

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 2012 sono risultati pari a 17 milioni, evidenziando un decremento pari a 758 milioni rispetto al valore di fine dicembre 2011.

L'importo relativo ai buoni postali fruttiferi, al 31 marzo 2012, è risultato pari a 20.827 milioni, registrando una diminuzione nell'arco degli ultimi dodici mesi pari a 2.369 milioni.

Il saldo attivo netto delle posizioni del Tesoro con Banca d'Italia al 31 marzo 2012 risulta pari a 34.659 milioni, mostrando così un incremento nel trimestre pari a 11.298 milioni. Questa variazione si è determinata principalmente per il cospicuo aumento del livello dei depositi vincolati presso Banca d'Italia, attestatisi a quota 27.500 milioni, contro i 17.000 milioni risultanti al 31 dicembre 2011. Rispetto al saldo di fine marzo 2011, risultato pari a 34.090 milioni, si evidenzia un incremento pari a 569 milioni.

Le giacenze presenti sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato mostrano una situazione stazionaria al confronto col trimestre passato, attestandosi a 115 milioni, mentre, rispetto ai dodici mesi precedenti, si registra un aumento delle giacenze di circa 105 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 al 31 marzo 2012. 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 2012 è risultato pari a 43.084 milioni, facendo registrare una flessione dello stock nell'arco degli ultimi dodici mesi di 1.146 milioni.

La componente più consistente relativa a questa voce è costituita dai mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.²³, la cui titolarità giuridica appartiene agli enti locali ma il cui onere di rimborso è integralmente a carico dell'Amministrazione centrale. Tale importo, al 31 marzo 2012, si è attestato a 31.327 milioni.

Un'altra 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 2012, è stato pari dunque a 1.500 milioni.

Le considerazioni fatte per i prestiti sono valide per le obbligazioni ISPA, le quali, quindi, rientrano tra le passività a carico dello Stato. In questo caso, gli importi relativi alle emissioni obbligazionarie sono stati ricompresi nella categoria "titoli di Stato", dove compaiono come voce evidenziata separatamente. Al 31 marzo 2012 il valore complessivo delle obbligazioni ISPA si è attestato a 9.583 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 Banca

²³ A partire da dicembre 2003 CDP è stata trasformata in una società di capitale esterna al settore della Pubblica Amministrazione