

## ***2.5 Trasferimenti ad Amministrazioni pubbliche ed altri pagamenti***

### ***2.5.1 Spese correnti***

I pagamenti per trasferimenti alle Amministrazioni Pubbliche registrano nel complesso un decremento pari a -134 milioni. Tale variazione deriva dalla contrazione dei pagamenti agli enti di previdenza e assistenza sociale (1.011 milioni) e alle Amministrazioni centrali (112 milioni), parzialmente compensata dall'incremento dei trasferimenti alle Amministrazioni locali (989 milioni).

Per questi ultimi, in particolare, l'incremento è il risultato di minori trasferimenti alle Regioni (2.415 milioni, di cui 1.060 milioni si riferiscono al fondo ordinamento delle regioni a statuto speciale e 746 milioni sono relativi alle devoluzioni di quote di entrate erariali a Trento e Bolzano) e da maggiori trasferimenti registrati per i Comuni (3.718 milioni). Questi ultimi derivano in particolare 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.

### ***2.5.2 Spese in conto capitale***

Con riferimento ai pagamenti in conto capitale non aventi impatto diretto sull'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni, i contributi agli investimenti, in termini di valori assoluti, risultano in aumento di 524 milioni rispetto al corrispondente periodo del 2011, per effetto dell'incremento dei pagamenti per i contributi agli investimenti ai Comuni, la cui 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.

PAGINA BIANCA

### 3 IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

#### 3.1 La consistenza del debito nel settore statale

Al 30 giugno 2012 la consistenza del debito del settore statale è risultata pari a 1.815.692 milioni, con un incremento in valore assoluto che si attesta a +76.519 milioni nell'arco dei dodici mesi, corrispondente ad una variazione percentuale del +4,2 per cento, mentre, rispetto al 31 marzo 2012, l'aumento registrato è risultato pari a +15.6311 milioni, corrispondente ad un aumento del +0,9 per cento.

##### 3.1.1 Scadenze dei titoli di Stato

Nel secondo trimestre 2012, il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato di 93.966 milioni, con un incremento del 17,9 per cento rispetto ai 79.725 milioni registrati nel secondo trimestre 2011.

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

	II trimestre 2011	III trimestre 2011	IV trimestre 2011	I trimestre 2012	II trimestre 2012
<b>Totali a breve termine</b>	<b>53.007</b>	<b>48.150</b>	<b>58.993</b>	<b>48.985</b>	<b>62.648</b>
di cui: BOT	51.095	48.150	52.987	48.985	59.383
Carta commerciale	1.912		6.006		3.265
<b>Totali a medio-lungo termine</b>	<b>26.718</b>	<b>68.429</b>	<b>15.508</b>	<b>65.145</b>	<b>31.318</b>
di cui: CTZ, CCT e BTP	26.718	66.187	15.508	63.606	27.339
Titoli esteri		2.242		1.539	3.979
<b>TOTALE</b>	<b>79.725</b>	<b>116.579</b>	<b>74.501</b>	<b>114.130</b>	<b>93.966</b>

Nel comparto a breve termine le scadenze sono ammontate a 62.648 milioni, di cui 59.383 milioni rappresentati da BOT e 3.265 milioni da carta commerciale, mentre nel secondo trimestre 2011 erano stati rimborsati 53.007 milioni, di cui 51.095 milioni di BOT e 1.912 milioni di emissioni estere.

Nel comparto a medio-lungo termine le scadenze sono risultate pari a 31.318 milioni, di cui 27.339 milioni rappresentati da emissioni interne e 3.979 milioni da titoli esteri. Nello stesso periodo del 2011 erano invece stati rimborsati 26.718 milioni e non si erano verificate scadenze di emissione estere.

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

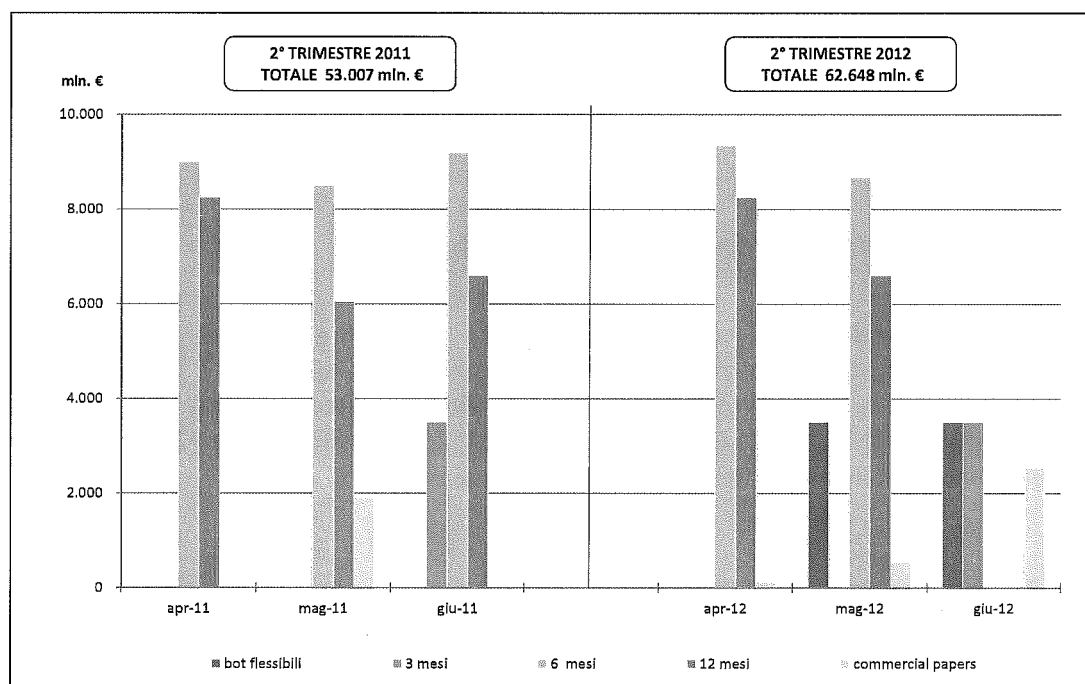
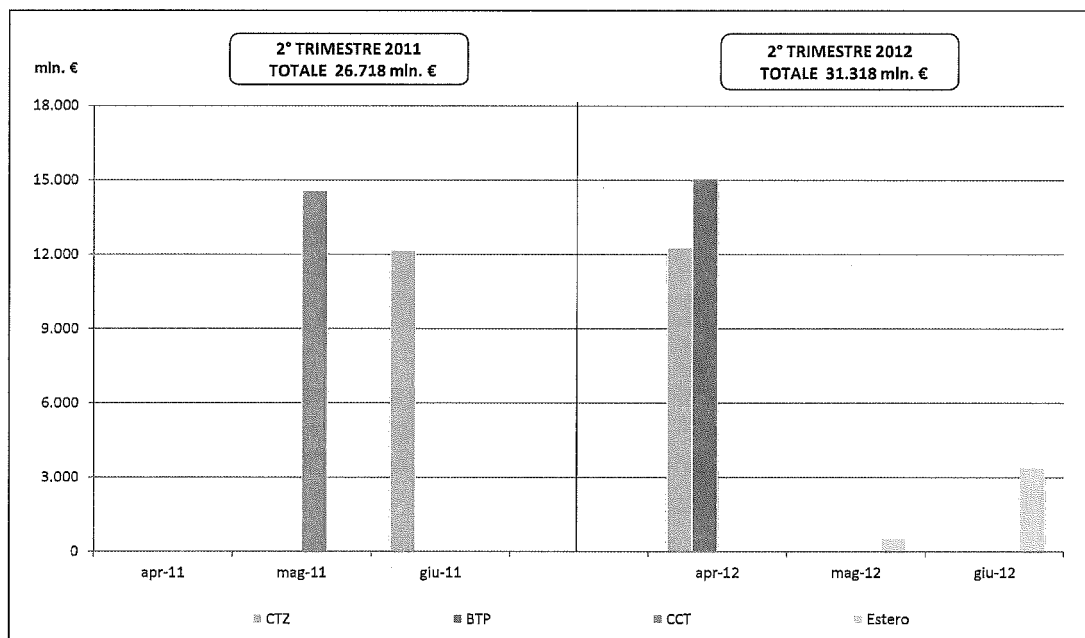


Figura 3-2: Titoli in scadenza a medio – lungo termine.



### 3.1.2 Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

Nel trimestre in esame si è assistito ad un consistente rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato italiani che però si sono collocati, ciò nonostante, ampiamente al di sotto dei livelli registrati negli ultimi mesi del 2011. Dopo la fase distensiva che aveva caratterizzato i primi mesi dell'anno, il peggioramento dei rendimenti è in buona parte attribuibile al riacutizzarsi delle tensioni finanziarie e politiche in diversi paesi dell'area euro.

Nella scelta degli strumenti e delle quantità il Tesoro ha mantenuto l'approccio impostato su principi di regolarità e trasparenza, sempre 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 in risposta a particolari richieste del mercato.

Le emissioni di titoli di Stato interni sono nel complesso risultate pari a 108.719 milioni di euro, con una variazione negativa dell'1,6 per cento, rispetto ai 110.445 milioni di emissioni registrate nel 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)**

	II trimestre 2011	III trimestre 2011	IV trimestre 2011	I trimestre 2012	II trimestre 2012
<b>Totali a breve termine</b>	<b>47.433</b>	<b>57.241</b>	<b>44.674</b>	<b>80.408</b>	<b>61.076</b>
BOT	47.090	54.835	41.418	78.754	57.475
Carte commerciali	343	2.406	3.256	1.654	3.601
<b>Totali a medio lungo termine</b>	<b>63.355</b>	<b>49.292</b>	<b>44.391</b>	<b>66.854</b>	<b>51.244</b>
CTZ	11.587	7.875	4.400	13.567	9.241
BTP	37.449	31.919	36.591	41.370	35.306
BTPeI	6.425	1.692	1.374	3.055	2.702
BTP ITALIA				7.291	1.738
CCT	7.894	5.299	2.026	903	2.256
Titoli esteri		2.507		668	
<b>TOTALE</b>	<b>110.788</b>	<b>106.533</b>	<b>89.065</b>	<b>147.262</b>	<b>112.319</b>

Nel comparto a breve termine, le emissioni di BOT sono ammontate a 57.475 milioni (di cui 6.000 milioni trimestrali, 28.200 milioni semestrali e 23.275 milioni annuali), in aumento del 22,1 per cento rispetto al secondo trimestre dello scorso anno.

Le emissioni nette del BOT semestrale, svolte a fine mese, hanno fatto registrare un valore positivo di 282 milioni. Anche le emissioni nette del BOT annuale, offerto con regolarità a metà mese, sono state positive per 2.310 milioni.

Date le esigenze della Tesoreria, anche in questo trimestre, si è scelto di emettere il BOT a 3 mesi, di cui il Tesoro prevede di fare un impiego più frequente rispetto agli ultimi due anni.

Per quanto riguarda i rendimenti in asta, il tasso del titolo a sei mesi ha raggiunto un valore superiore al 2,0 per cento nel mese di maggio, durante la fase più acuta delle tensioni sui mercati obbligazionari ed è ulteriormente cresciuto, attestandosi al 2,957 per cento, nell'ultima asta del trimestre. Allo stesso modo, il tasso del BOT a un anno saliva al 3,972 per cento nel mese di giugno.

Alla fine del secondo trimestre, la variazione dello stock dei BOT è stata pari a -1.908 milioni, rispetto al dato di fine marzo, mentre in confronto a giugno 2011 c'è stato

un incremento pari a +22.977 milioni. Il circolante dei BOT sul totale del debito del settore statale è risultato dell'8,8 per cento, in confronto al 7,9 per cento di un anno prima.

Nel comparto a 24 mesi sono stati adottati criteri di emissione tesi a favorire una maggiore flessibilità dell'offerta, per venire meglio incontro alla domanda in un contesto di mercato ancora molto volatile. Infatti, a partire dalla prima operazione regolata a gennaio le aste si sono svolte secondo il modello della 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.

Il 30 aprile è stato regolato il collocamento delle ultime tranches (VII e VIII) del CTZ 31/01/12 – 31/01/14, per un importo di 2.750 milioni. Quindi, da maggio è iniziata l'emissione di un nuovo titolo, il CTZ 31/5/12 – 30/5/14, il cui circolante si è attestato a 6.491 milioni alla fine del trimestre.

Le emissioni lorde di questo strumento sono state pari a 9.241 milioni, riducendosi del 20,3 per cento rispetto allo stesso trimestre dell'anno scorso. Le emissioni nette hanno fatto registrare un valore negativo di 3.033 milioni. Anche per il titolo a 24 mesi si è evidenziato un rialzo dei rendimenti fino al 4,712 per cento nell'asta di fine giugno.

Considerate le scadenze di CTZ del 2012 pari a 46 miliardi, in aumento di circa 9 miliardi rispetto a quelle dello scorso anno, e gli importi in offerta, che dovrebbe invece mantenersi sui livelli del 2011 (35 miliardi circa), si prevede la riduzione della percentuale del CTZ sul debito complessivo. In effetti, lo stock dei CTZ è già diminuito sia in confronti al valore di giugno 2011, per -1.342 milioni, sia nell'arco del trimestre, corrispondentemente alle emissioni nette.

Alla fine di giugno, i CTZ hanno rappresentato il 3,7 per cento dello stock del debito, rispetto al 3,9 per cento del precedente anno.

Nel comparto dei BTP nominali, in questo trimestre sono stati effettuati collocamenti su tutte le scadenze, tranne quella trentennale. Dalla seconda metà del 2011, i comparti ultradecennali hanno infatti mostrato fasi di volatilità decisamente più elevata dei BTP con scadenza inferiore, dando luogo all'emergere di dislocazioni nel tratto a più lungo termine della curva dei rendimenti dei titoli di Stato, riconducibili a fenomeni di ridotta liquidità di più titoli sul mercato secondario. Inoltre gli investitori sono rimasti ancora molto cauti nei confronti degli strumenti ultra-lunghi, vista la volatilità e le incertezze persistenti nell'area euro. Il Tesoro prevede perciò di destinare una quota largamente maggioritaria delle emissioni di BTP nel corso dell'anno sulle scadenze a 3, 5 e 10 anni.

Nel comparto a tre anni si sono svolte con regolarità le emissioni del BTP 01/03/12 – 01/03/15, titolo inaugurato lo scorso marzo, con cedola del 2,50 per cento e circolante che, a fine trimestre, ha raggiunto i 16 miliardi. Nell'asta di metà aprile è stato inoltre emesso un titolo *off-the-run*, con vita residua di tre anni, per un importo di 435 milioni.

Dalla fine di marzo, il tasso del titolo a tre anni è cresciuto di oltre 100 p.b., attestandosi al 5,3 per cento nell'asta di metà giugno.

Nel comparto a cinque anni, i collocamenti hanno riguardato il BTP 01/02/12 – 01/05/17, con cedola del 4,75 per cento, il cui circolante si attestava sopra i 12 miliardi a maggio. Il mese successivo è stato invece inaugurato il BTP 01/06/12 – 01/06/17, con pari cedola, emesso per 4.441 milioni e il cui rendimento d'asta ha raggiunto il livello più elevato del trimestre (5,7%). Anche su questa scadenza si è avuta la riapertura di un titolo *off-the-run*, con vita residua di quattro anni, per un importo di 542 milioni.

Per quanto riguarda il comparto a dieci anni sono proseguite con cadenza regolare le emissioni del titolo inaugurato a marzo, il BTP 01/03/12 – 01/09/22, con cedola del 5,50 per cento e circolante di quasi 13,5 miliardi. Nel medesimo comparto, sono stati poi riaperti sei titoli *off-the-run*, con vita residua dai sette ai dieci anni e circolante compreso tra i 17 e i 24 miliardi.

Sulla parte più lunga della curva, le emissioni sono state limitate a due titoli *off-the-run*, con vita residua di undici e tredici anni, il cui circolante si è attestato rispettivamente a 23 e 21 miliardi circa.

Nel secondo trimestre 2012, le emissioni lorde totali dei BTP sono ammontate a 35.306 milioni, con un decremento del 5,7 per cento rispetto ai 37.449 milioni del corrispondente trimestre del 2011. Inclusi i titoli *off-the-run*, sono stati collocati 10.571 milioni di titoli nel comparto fino a tre anni, 10.149 milioni nel comparto fino a cinque anni, 13.019 milioni in quello compreso tra i sei e i dieci anni e 1.567 di BTP con scadenza tra gli undici e quindici anni. Anche in questo trimestre i segmenti più a breve termine della curva dei rendimenti hanno continuato a far registrare i disallineamenti più ampi.

Il circolante dei BTP nominali è aumentato di 20.241 milioni, rispetto al trimestre precedente, e di 38.518 milioni, nell'arco dei dodici mesi. In termini percentuali, alla fine del secondo trimestre i BTP hanno raggiunto una quota del 59,2 per cento sullo stock complessivo del debito del settore statale, registrando un aumento di circa mezzo punto percentuale rispetto a giugno 2011.

Nel comparto dei titoli di Stato indicizzati, sono stati emessi i Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione dell'area euro (con esclusione dei prodotti a base di tabacco) secondo i consueti collocamenti mensili, via asta o via sindacato di collocamento, cercando di conciliare, nella selezione dei titoli da offrire, le scelte di gestione del Tesoro con le aspettative degli investitori, in particolare quelli specializzati nel settore che detengono un'esposizione significativa nello strumento.

I collocamenti hanno riguardato, nel comparto quinquennale, il BTP€i 15/09/10 – 15/09/16, con cedola reale del 2,10 per cento, emesso a maggio e a giugno e il cui circolante ha superato i 7,5 miliardi, mentre nel comparto decennale si sono registrate unicamente riaperture di titoli *off-the-run*, in particolare due titoli con vita residua di cinque anni e circolante di 14 miliardi ed un terzo titolo con vita residua di sette anni e circolante di circa 16 miliardi. Nel comparto a quindici anni, dove non si registrava alcuna attività da oltre un anno, alla fine di giugno è stato offerto in asta il BTP€i 15/03/2011 – 15/09/2026, con cedola del 3,10 per cento.

Nel periodo in esame, il circolante rivalutato per l'inflazione europea, è cresciuto di un importo pari a +5.743 milioni rispetto la fine di marzo, mentre nell'arco dei dodici mesi l'incremento è stato pari a +10.920 milioni. A fine giugno, i titoli indicizzati rappresentavano il 7,1 per cento dello stock complessivo di debito rispetto al 6,8 per cento del secondo trimestre 2011.

Sempre nel comparto indicizzato, a giugno è stato collocato il secondo BTP Italia, la nuova tipologia di strumento finanziario *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 liquidata semestralmente.

L'importo dell'emissione del BTP Italia 11/06/2012 – 11/06/2016, con cedola reale annua del 3,55 per cento, è risultato pari a 1.738 milioni e il regolamento dell'operazione ha avuto luogo lo stesso giorno del godimento del titolo. Analogamente al collocamento di marzo,

l'emissione è avvenuta direttamente sul MOT (il Mercato Telematico delle Obbligazioni e Titoli di Stato di Borsa Italiana), il canale di emissione dedicato agli investitori individuali e alle negoziazioni di piccolo taglio, che si aggiunge a quello tradizionale. In pratica, l'emissione ha avuto luogo mediante la raccolta di ordini d'acquisto sul MOT attraverso Banca IMI Spa e BNP Paribas, 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 (emissione a rubinetto).

I contratti di acquisto validamente conclusi sul MOT sono stati 44.688, di cui circa 38.000 (87,0%) hanno avuto una dimensione inferiore ai 50.000 euro, soglia normalmente considerata per distinguere gli investitori retail da quelli istituzionali, mentre 27.000 contratti (61,0%) sono stati di importo inferiore ai 20.000 euro, a testimonianza di una larga partecipazione di piccoli risparmiatori. Solo l'uno per cento dei contratti è stato di controvalore superiore a 300.000 euro. Dalle informazioni fornite dai dealer dell'operazione, si può desumere che oltre il 75 per cento della domanda è pervenuta da clientela *retail* (che include gestioni patrimoniali e *private banking*), mentre il 25 per cento è risultato appannaggio degli investitori istituzionali (1,5% di provenienza estera), che hanno manifestato interesse nell'operazione soprattutto nell'ultimo giorno di collocamento; fra questi, i fondi di investimento e gli *asset manager* hanno rappresentato la parte preponderante.

Gli acquisti effettuati dalla clientela retail via *home-banking*, analogamente alla prima emissione, sono stati stimati tra il 20 ed il 30 per cento dei contratti validamente conclusi.

Nel comparto del tasso variabile, 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, in considerazione della performance poco soddisfacente fatta registrare dal titolo sul mercato secondario e, perciò, scegliendo il mese 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 dai soggetti istituzionali non domestici. Quest'anno giungeranno a scadenza 25,7 miliardi di euro di CCT, oltre 4 miliardi in meno rispetto al 2011, che insieme alle 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.

Nell'asta regolata il 2 aprile è stato inaugurato il CCTeu 15/12/2011 – 15/06/2017, con spread di 250 p.b. sull'Euribor a 6 mesi, emesso per un ammontare pari a 2.256 milioni. Il rendimento ha registrato un consistente calo rispetto all'operazione di inizio anno.

Il circolante dei CCT (inclusivo anche dei CCTeu) è diminuito nell'arco dei 12 mesi, di 18.946 milioni, benché nell'arco dei tre mesi ci sia stato un incremento corrispondente alle emissioni lorde per l'assenza di titoli in scadenza. La percentuale dei CCT alla fine del trimestre rappresentava il 7,4 per cento dello stock complessivo di debito, rispetto all'8,8 per cento dell'anno precedente.

In sintesi, il totale dei titoli di Stato emessi sul mercato interno nel comparto dei BTP nominali e indicizzati all'inflazione e CCT è risultato di 42.003 milioni nel secondo trimestre 2012, a fronte dei 51.768 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, di un'eventuale asta pomeridiana e, residualmente, di operazioni bilaterali, 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*).

Le operazioni di impiego delle disponibilità liquide nei confronti del sistema bancario si stanno 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 degli istituti bancari.

Nel secondo semestre 2012, le offerte di liquidità al sistema bancario hanno registrato un importo medio di 2.822 milioni, con un tasso medio ponderato di assegnazione compreso tra 0,35 – 0,41 per cento.

Non è stata svolta, invece, alcuna operazione di raccolta.

### 3.1.4 Operazioni sui mercati esteri

Nel secondo trimestre 2012, il volume complessivo dei titoli esteri in scadenza è ammontato a 7.124 milioni di euro. Nel dettaglio, il comparto di mercato monetario di durata inferiore all'anno ha registrato scadenze di commercial paper per 3.265 milioni, di cui due emesse originariamente in sterline inglesi e le restanti in euro. Nel comparto a medio lungo termine le scadenze sono state di 3.979 milioni, di cui 567 milioni rappresentati da un Eurobond a tasso fisso e 3.412 milioni dal controvalore di un titolo Global emesso originariamente in dollari statunitensi.

Le emissioni sui mercati finanziari internazionali si sono invece svolte esclusivamente nel comparto a breve termine. Le operazioni in *commercial paper* sono state sedici, svolte principalmente in aprile e maggio, di cui due denominate in sterline inglesi e tutte le altre in euro, per un controvalore complessivamente pari a 3.601 milioni di euro.

### 3.1.5 Evoluzione dei rendimenti

Le politiche monetarie nei principali paesi avanzati si sono confermate largamente espansive, alla luce di un contesto macro-economico piuttosto debole.

Il *Federal Open Market Committee* (FOMC) ha lasciato invariato l'intervallo obiettivo per il tasso ufficiale sui Federal Funds tra 0 e 0,25 per cento e deliberato l'ampliamento e la proroga del programma di estensione della scadenza media dei titoli detenuti in portafoglio (*Operation Twist*), da giugno fino alla fine dell'anno in corso.

L'economia statunitense ha continuato a registrare una crescita moderata e miglioramenti nel mercato del lavoro, ma le condizioni economiche giustificerebbero i valori eccezionalmente bassi del tasso almeno fino a tutto il 2014.

Il Consiglio direttivo della BCE non ha modificato i tassi di interesse di riferimento. L'inflazione sui dodici mesi nell'area dell'euro misurata sull'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), che a giugno è risultata pari al 2,4 per cento, in diminuzione rispetto a marzo, è stata prevista ancora al di sopra del 2,0 per cento per il resto del 2012 con qualche rischio al rialzo scaturente, in particolare, dai rincari dei prezzi dell'energia e delle materie prime e dagli incrementi delle imposte indirette per il risanamento dei conti pubblici.

A fronte della stagnazione dell'area euro, a giugno è stata decisa la prosecuzione delle misure di politica monetaria non convenzionali condotte mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi richiesti quali le Operazioni di Rifi naziamento Principali (ORP), almeno fino a gennaio 2013, e le Operazioni di Rifi naziamento a più Lungo Termine (ORLT) con scadenza a tre mesi, mentre non sono state riproposte le ORLT a tre anni, l'ultima delle quali aveva avuto luogo a febbraio, adottate per venire incontro alle difficoltà di raccolta degli istituti atte a produrre gravi tensioni sul mercato interbancario e, eventualmente, 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 nel complesso diminuiti di circa 40 punti base (p.b.) rispetto a marzo, con oscillazioni marcate nel mese di maggio in cui si sono scesi fino all'1,8 per cento, a cui è seguito un nuovo incremento registrando un 2,1 per cento alla fine del secondo trimestre.

La domanda di attività rifugio (*flight to quality*) è difatti notevolmente aumentata, raggiungendo livelli elevati, a sottolineare come la fiducia degli operatori sui mercati obbligazionari permanga fragile.

Tale tendenza aveva iniziato ad affermarsi già nella seconda metà di marzo a causa del progressivo esaurimento degli effetti dell'ultima ORLT a tre anni del 29 febbraio e per la revisione in negativo dei dati economici e delle prospettive di breve periodo sia negli Stati Uniti che per l'area euro, dove l'elevata eterogeneità nella crescita dei diversi paesi ha probabilmente accentuato l'incertezza delle previsioni e il loro impatto sui rendimenti a lungo termine.

Dall'inizio del trimestre in esame le intensificate tensioni finanziarie e politiche in alcuni paesi dell'area euro, nello specifico Grecia e Spagna, dove il risanamento dei conti pubblici procedeva non senza difficoltà e il sistema bancario manifestava sempre più evidenti problemi di sostenibilità, hanno alimentato una nuova fase di nervosismo dei mercati obbligazionari che ha coinvolto, seppur moderatamente, la periferia dell'area euro e sostenuto le riallocazioni verso i titoli di Stato valutati più sicuri.

Il successivo aggravarsi della situazione dei mercati è avvenuto sulla scorta dei declassamenti operati dalle principali agenzie di rating sia sulle banche che sul debito sovrano spagnolo, in considerazione del rischio di una crisi sistemica e dell'impatto sul debito pubblico delle necessità di ricapitalizzazione del settore bancario.

In secondo luogo, l'incombere delle elezioni in Grecia e le incertezze riguardo l'intesa tra le forze politiche nella fase post-elettorale hanno sollevato dubbi tra gli operatori di mercato

circa il rispetto dell'impegno nell'attuazione delle riforme economiche e, quindi, sulla possibilità che i creditori internazionali bloccassero il versamento della nuova tranche di aiuti.

Tuttavia, si è potuto osservare un parziale ritorno della propensione al rischio e l'allentamento delle tensioni sui titoli di Stato periferici con l'approssimarsi del Consiglio europeo del 29 giugno dal quale gli operatori si attendevano l'annuncio di misure per il rafforzamento della stabilità finanziaria, che hanno trovato poi conferma nella bozza dei lavori del Vertice in cui è stata prevista l'adozione, entro la fine del 2012, di uno schema comune per le garanzie sui depositi e un fondo comune per la gestione delle crisi bancarie. Lo stesso Vertice ha accolto favorevolmente le raccomandazioni della Commissione circa l'uso dello *European Financial Stability Facility* (EFSF) e dello *European Stability Mechanism* (ESM) per la ricapitalizzazione diretta degli istituti di credito e ai fini della stabilizzazione dei mercati degli Stati membri.

Nel secondo trimestre i differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto agli analoghi titoli tedeschi sono scesi per Belgio (-11 p.b.), Irlanda (-119 p.b.) e Portogallo (-32 p.b.), mentre sono significativamente cresciuti per Italia (+88 p.b.) e Spagna (+127 p.b.).

Questi ultimi hanno evidenziato una volatilità particolarmente accentuata dalla seconda parte del trimestre, contagiando anche le obbligazioni italiane; lo spread del BTP decennale è via via cresciuto fino a raggiungere il proprio massimo pari a 482 p.b. alla fine di maggio. Con il Vertice UE, che ha contribuito a smorzare gli allarmismi sui mercati finanziari, lo spread a dieci anni ha iniziato a diminuire chiudendo sui 421 p.b. alla fine di giugno, in confronto ai 332 p.b. del primo trimestre.

Nel comparto trentennale, il differenziale è transitato dai 345 p.b. di fine marzo ai 394 p.b. di fine giugno, con oscillazioni più contenute rispetto a quello sulla scadenza decennale e toccando il valore massimo di 450 p.b.

L'intensificarsi della rischiosità percepita è stata registrata anche dai differenziali in *asset swap* dei titoli di Stato dell'Italia. Lo spread del titolo a tre anni è salito fino a +371 p.b. di fine giugno, rispetto ai +216 p.b. del primo trimestre. Sulla parte lunga della curva, i differenziali del titolo decennale e trentennale si sono attestati rispettivamente a +362 p.b. e +342 p.b., in confronto ai valori di +274 p.b. e +297 p.b. di marzo.

La curva dei rendimenti ha subito una considerevole traslazione verso l'alto, accentuata soprattutto sul breve e brevissimo termine. Nel dettaglio, in confronto al trimestre precedente il rendimento è aumentato di 146 p.b. per il BOT a un anno, di 81 p.b. per il BTP quinquennale, di 71 p.b. per il BTP decennale e di 37 p.b. per il titolo trentennale. Invece, paragonato a un anno fa il rendimento è cresciuto di 64 p.b. per il BOT annuale, di 106 p.b. per il BTP quinquennale, di 94 p.b. per il BTP decennale e di 61 p.b. per il titolo trentennale.

La vita media ponderata dei titoli di Stato a giugno si è attestata a 80,41 mesi, in confronto a 81,99 mesi del trimestre precedente.

### **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, rimasto aggiornato al 31 marzo 2012, risultava 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" ammontava complessivamente a 131.857 milioni, al 30 giugno 2012, facendo registrare un aumento nell'arco dei dodici mesi pari a +1.947 milioni, mentre, nell'arco del trimestre si è registrato un decremento pari a -4.442 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 giugno 2012 è risultata pari a 127.563 milioni.

L'ammontare delle giacenze sui conti correnti dei soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione diversi da Cassa Depositi e Prestiti si è attestato a 4.294 milioni.

I conti correnti postali intestati a privati, che successivamente al marzo del 2007 (in base al comma 1099 dell'articolo 1 della legge 296/2006) hanno fatto registrare una significativa riduzione, al 30 giugno 2012 sono risultati pari a 890 milioni, evidenziando un incremento pari a +342 milioni rispetto al valore di fine giugno 2011.

L'importo relativo ai buoni postali fruttiferi, al 30 giugno 2012, è risultato pari a 20.423 milioni, registrando una diminuzione nell'arco degli ultimi dodici mesi pari a -1.890 milioni.

Il saldo attivo netto delle posizioni del Tesoro con Banca d'Italia al 30 giugno 2012 risulta pari a 45.221 milioni mostrando così un incremento nell'ultimo trimestre considerato pari a 10.562 milioni. Rispetto al saldo di fine giugno 2011, risultato pari a 49.533 milioni, si evidenzia un decremento pari a -4.312 milioni.

Le giacenze presenti sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato mostrano invece una situazione stazionaria al confronto col trimestre passato, attestandosi a 115 milioni. Si registra, invece, un incremento rispetto ai 12 mesi precedenti, in quanto sono affluiti sul conto del Fondo ammortamento circa 8 milioni.

Il totale attivo è rappresentato al netto di alcune poste minori di debito inerenti al rapporto Tesoro-Banca d'Italia, pari a circa 55 milioni al 30 giugno 2012. Il debito del settore statale è riportato al netto di tale saldo.

Nell'ambito dei prestiti vengono registrati i mutui contratti con le controparti bancarie dalle amministrazioni centrali, nonché 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 30 giugno 2012 è risultato pari a 41.434 milioni, facendo registrare una flessione dello stock nell'arco degli ultimi dodici mesi di -1.710 milioni.

La componente più consistente relativa a questa voce è costituita dai mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.<sup>26</sup>, 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 30.687 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 30 giugno 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 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 30 giugno 2012 il valore complessivo delle obbligazioni ISPA si è attestato a 9.593 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 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 sia direttamente (Grecia) che, pro-quota, attraverso lo *European Financial Stability Facility* (EFSF). Il totale dei prestiti esteri si è attestato, al 30 giugno 2012, a 21.266 milioni, evidenziando un incremento nei confronti dell'ammontare rilevato il 30 giugno dello scorso anno pari a +15.224 milioni.

---

<sup>26</sup> A partire da dicembre 2003, la CDP è stata trasformata in una società di capitale esterna al settore della Pubblica Amministrazione.

**Tabella 3.1.6-1 – 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-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
apr-11			8.525	8.250	3.992
mag-11			8.800	6.600	2.200
giu-11			8.800	6.115	2.750
lug-11			7.500	7.425	1.500
ago-11			8.710	7.150	2.000
set-11	3.000	4.000	8.000	8.250	4.375
ott-11	2.500		9.350	7.700	2.200
nov-11			8.668	5.500	2.200
dic-11				7.700	
gen-12	6.500		17.900	8.500	7.451
feb-12	7.000		9.013	9.153	3.300
mar-12		3.500	8.504	8.685	2.817
apr-12		3.000	9.350	8.800	2.750
mag-12		3.000	8.500	7.000	3.500
giu-12			10.350	7.475	2.991

**Tabella 3.1.6-2 – Debito: Emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Titoli con durata superiore ai due anni (in milioni di euro)**

	CCT	CCTeu	BTPEI				BTP					BTP Italia
	7 anni	5/7 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	3 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	4 anni
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		4.000		1.111		539	3.680	3.276	3.850		1.728	
ago-10		2.500					3.470	3.667	3.850	2.596		
set-10		2.714		1.408			3.161	3.850	6.250	6.000	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		
apr-11		1.486	1.272	653			4.465	4.888	3.250			
mag-11		4.375		1.500			3.564	3.648	3.704		1.788	
giu-11		2.034			3.000		3.850	3.501	3.251			
lug-11		1.375		942			2.919	1.250	3.000	1.716		
ago-11		930					3.500		2.696			
set-11		1.063					3.041	4.865	3.751			
ott-11				750			3.487	3.850	2.723			
nov-11							3.084	3.000	2.980			
dic-11							4.375	3.300	2.750			
gen-12		903					5.777		2.750			
feb-12			759				4.344	4.574	2.200			
mar-12				495			5.872	2.750	4.688			7.291
apr-12		2.256					3.185	2.500	3.250			
mag-12			418				3.502	2.666	2.750			
giu-12			626		290		3.450	4.441	2.753			1.738
N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di conambio												

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

**Tabella 3.1.6-3 – Debito: Emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Riaperture titoli *off the run* (in milioni di euro)**

	CCT	BTPEi			BTP			
	Inf. a 7 anni	5 – 10anni	11 – 15 anni	16 - 30 anni	2 - 5 anni	6 - 10 anni	11 - 15 anni	16 - 30 anni
gen-10		1.025						
feb-10							1.901	
mar-10								
apr-10								
mag-10		1.078						
giu-10						1.739		1.262
lug-10							1.756	
ago-10								
set-10								
ott-10							846	1.154
nov-10								1.320
dic-10								
gen-11	897							
feb-11								
mar-11								
apr-11							1.540	
mag-11								
giu-11								
lug-11	1.091					763	1.273	
ago-11	840							
set-11		750				2.067	813	
ott-11	2.026					2.167	1.033	
nov-11			624			88		
dic-11						1699		
gen-12		550			779	2.333		
feb-12		747			2.933	1.271		
mar-12		505				1.100		
apr-12		1.037			435	756	1.010	
mag-12		333			542	1.785	758	
giu-12						1.725		

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