

**COMMISSIONE V**  
**BILANCIO, TESORO E PROGRAMMAZIONE**

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

**AUDIZIONE**

5.

**SEDUTA DI MARTEDÌ 17 GENNAIO 2012**

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **GIANCARLO GIORGETTI**

**INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>		Ciccanti Amedeo (UdCpTP) .....	20
Giorgetti Giancarlo, <i>Presidente</i> .....	3	De Micheli Paola (PD) .....	20
<b>Audizione della dottoressa Maria Cannata Bonfrate, Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze sulle problematiche relative all'emissione e al collocamento dei titoli di Stato (ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del Regolamento):</b>		Duilio Lino (PD) .....	12
Giorgetti Giancarlo, <i>Presidente</i> .....	3, 10, 14, 18, 20, 22	Marsilio Marco (PdL) .....	18
Boccia Francesco (PD) .....	19	Nannicini Rolando (PD) .....	19
Brunetta Renato (PdL) .....	11, 15	Vannucci Massimo (PD) .....	10, 11, 16
Cambursano Renato (Misto) .....	18		
Cannata Bonfrate Maria, <i>Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze</i> .....	3, 11, 14, 15, 16, 20	<b>ALLEGATI:</b>	
		<i>Allegato 1:</i> Nota consegnata dalla dottoressa Maria Cannata Bonfrate sulle problematiche relative all'emissione e al collocamento dei titoli di Stato .....	23
		<i>Allegato 2:</i> Tabelle consegnate dalla dottoressa Maria Cannata Bonfrate sulle emissioni del Tesoro nel 2011 .....	33

**N. B. Sigle dei gruppi parlamentari: Popolo della Libertà: PdL; Partito Democratico: PD; Lega Nord Padania: LNP; Unione di Centro per il Terzo Polo: UdCpTP; Futuro e Libertà per il Terzo Polo: FLpTP; Popolo e Territorio (Noi Sud-Libertà ed Autonomia, Popolari d'Italia Domani-PID, Movimento di Responsabilità Nazionale-MRN, Azione Popolare, Alleanza di Centro-AdC, La Discussione): PT; Italia dei Valori: IdV; Misto: Misto; Misto-Alleanza per l'Italia: Misto-ApI; Misto-Movimento per le Autonomie-Alleati per il Sud: Misto-MpA-Sud; Misto-Liberal Democratici-MAIE: Misto-LD-MAIE; Misto-Minoranze linguistiche: Misto-Min.ling.; Misto-Repubblicani-Azionisti: Misto-R-A; Misto-Noi per il Partito del Sud Lega Sud Ausonia: Misto-NPSud; Misto-Fareitalia per la Costituente Popolare: Misto-FCP; Misto-Liberali per l'Italia-PLI: Misto-LI-PLI.**

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
GIANCARLO GIORGETTI

**La seduta comincia alle 12,05.**

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

*(Così rimane stabilito).*

**Audizione della dottoressa Maria Cannata Bonfrate, Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze sulle problematiche relative all'emissione e al collocamento dei titoli di Stato.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, ai sensi dell'articolo 143, comma 2, del Regolamento, l'audizione della dottoressa Maria Cannata Bonfrate, Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze, sulle problematiche relative all'emissione e al collocamento dei titoli di Stato.

Avverto i colleghi che possiamo svolgere questa audizione poiché il Presidente della Camera ha concesso la deroga che abbiamo richiesto in relazione ai concomitanti lavori dell'Assemblea.

Ringraziamo la dottoressa Cannata Bonfrate per avere risposto al nostro invito a svolgere questa audizione su un tema di assoluta rilevanza e attualità, quello dell'emissione e del collocamento

dei titoli di Stato. Avverto i colleghi che è disponibile della documentazione che la dottoressa ha consegnato al fine di rendere più agevole la sua esposizione.

Do la parola alla dottoressa Maria Cannata Bonfrate, ringraziandola nuovamente della presenza.

MARIA CANNATA BONFRATE, *Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze.* Grazie a voi. Effettivamente quello della gestione delle emissioni è diventato un tema caldo, caldissimo, e anche rovente, perché purtroppo la crisi che ha investito il debito sovrano in Europa ha determinato mutamenti repentini e drastici, in termini sia temporali sia di dimensioni, sul mercato del reddito fisso in generale.

Tale mercato è stato fortemente colpito da questa crisi, non soltanto nel nostro Paese, ma ovviamente l'Italia, con il carico del suo grande debito pubblico – ricordo che, in termini assoluti, esso è il quarto del mondo, dopo quello statunitense, quello giapponese e quello tedesco, ma con un rapporto rispetto al prodotto interno lordo fra i più elevati, benché non il più elevato – ha la necessità di mantenere la sua presenza sul mercato per consentire il finanziamento dello Stato alle migliori condizioni possibili in termini di costo e tali da assicurare la sostenibilità del debito nel lungo periodo.

I titoli di Stato, che rappresentano la parte di debito pubblico che è sotto la gestione del dipartimento del Tesoro, e della mia Direzione in particolare, coprono la gran parte del debito pubblico italiano – circa l'83 per cento – per cui una gestione fluida ed efficace delle emis-

sioni è un fattore di assoluta importanza, cruciale per la solidità e la tenuta del sistema Paese.

In questo campo, almeno a partire dagli anni '90 - forse prima un po' meno, ma dagli anni '90 sicuramente è così - è universalmente riconosciuta all'Italia una storia di progressi continui, dunque non bisogna discostarsi dalla continuità con il passato, pur ovviamente introducendo tutti i necessari adattamenti per fronteggiare al meglio una situazione complessa e irta di difficoltà che non esito a definire « senza precedenti ». Noi stiamo vivendo una crisi lunga e mutante, che presenta ogni volta problemi nuovi.

Ho organizzato il mio intervento nel modo seguente: prima ripercorrerò brevemente le tappe essenziali dell'evoluzione della gestione del debito - per comprendere il presente è indispensabile fare un minimo di *excursus* storico - e poi citerò quali sono le criticità del prossimo futuro e quali le soluzioni che stiamo individuando.

Noi abbiamo vissuto un'altra crisi abbastanza importante, nell'ormai lontano 1992 - sono trascorsi quasi vent'anni - e devo dire che la strategia di emissione del Tesoro, a partire da quel momento, subito dopo quella crisi, si è sviluppata con grande continuità e nel perseguimento di due essenziali obiettivi che nel breve periodo appaiono in contrasto l'uno con l'altro ma, se ben gestiti, in un'ottica di lungo termine risultano invece compatibili e producono risultati lusinghieri. I due obiettivi sono il contenimento del costo del debito e la riduzione dei rischi di mercato, gestiti però in un'ottica di medio-lungo periodo. In particolare, i rischi di mercato più importanti sono il rischio di rifinanziamento e il rischio di tasso.

Ridurre il rischio di rifinanziamento implica la necessità di diluire nel tempo il rimborso dei titoli, allungando la durata della loro vita, per non esercitare quella continua pressione sul mercato che mette a repentaglio la capacità di assorbimento delle emissioni. Si tratta, quindi, di favorire delle condizioni per cui, nel tempo,

offerta e domanda possano incontrarsi in maniera equilibrata, con soddisfazione per entrambe le parti.

L'emissione quindi lungo tutta la curva dei rendimenti, ivi comprese le scadenze molto lunghe, consente di distribuire nel tempo l'onere dei rimborsi e indirettamente, ma in maniera molto precisa, attraverso la minore pressione sul mercato, consente anche di limitare i costi. Questa minore pressione deriva ovviamente dal fatto che, essendoci meno rimborsi e minore frequenza di accesso al mercato, il mercato non si sente - come dire - inondato di carta dello stesso emittente, ma fa un assorbimento più graduale.

È vero che, di norma, i tassi a breve sono più bassi di quelli a lungo termine, salvo momenti eccezionali, che non sono mancati recentemente. È però anche vero che, se si fa un ricorso eccessivo solo ed esclusivamente al breve termine, questo beneficio rischia di svanire. Questo è più o meno quanto accadde all'inizio degli anni '80 quando, un po' forzati dalle circostanze, con un'inflazione che viaggiava intorno al 20 per cento, l'emissione di titoli di Stato divenne quasi esclusivamente di BOT. Questo non portò, in realtà, a concreti benefici in termini di tassi, che viaggiavano comunque intorno al 20 per cento, seppure anche l'inflazione fosse - più o meno - allo stesso livello. Non solo dunque non si ottenne un beneficio ma, al tempo stesso, l'incremento di costo e la continua pressione sul mercato contribuirono, insieme a molti altri fattori, all'esplosione del debito di quegli anni.

Già dagli anni '80 ci fu un tentativo di cominciare ad allungare la vita del debito, ma questo fu fatto principalmente ricorrendo a titoli a tasso variabile, che avevano il beneficio - essendo all'epoca a 5 o anche a 10 anni di scadenza - di diminuire il rischio di rifinanziamento. Con la crisi del 1992, però, emerse in maniera particolarmente evidente che l'esposizione al rischio di tasso era rimasta eccessiva; infatti, il disavanzo del 1992 e del 1993 risentì pesantemente di questa struttura del debito.

Allora, gradualmente, ma con grande determinazione, venne perseguita la modifica della struttura del debito, spostandosi progressivamente verso il tasso fisso e, al tempo stesso, cercando di correggere alcune situazioni che si erano rivelate fragili. In particolare, fu profondamente riformato il mercato secondario telematico dei titoli di Stato (MTS). Ricordo che l'Italia è stato il primo Paese al mondo ad avere un mercato totalmente elettronico.

Durante la crisi del 1992 si osservarono però alcuni elementi di fragilità, che furono corretti e portarono anche, all'inizio del 1994, alla creazione di una nuova figura: lo specialista in titoli di Stato. Fino a quel momento gli operatori principali, i *primary dealer* dell'MTS, avevano degli obblighi limitati alle quotazioni sul mercato secondario. Invece, a partire dal febbraio del 1994, venne istituito un gruppo di banche che erano, sì, operatori principali del mercato secondario — quindi con obblighi di quotazione, di continuità e quant'altro — ma assumevano anche impegni dal punto di vista della sottoscrizione di titoli di Stato in asta. Si instaurò quindi una relazione privilegiata che ha consentito di superare bene ripetute crisi.

Non dimentichiamo che la prima crisi fronteggiata dopo l'introduzione di questo nuovo sistema fu quella dei primi mesi del 1995 — la crisi « messicana », chiamiamola così — nella quale per la prima volta venivano a scadenza grossi quantitativi di titoli di Stato a medio-lungo termine. Ricordo bene che all'epoca alcune riviste anglosassoni scrivevano che l'Italia sarebbe andata in *default*, perché non sarebbe riuscita a sostenere il carico di quei grossi rimborsi. In realtà, alla fine di marzo di quell'anno si vide che questo non era accaduto e uno dei fattori sicuramente determinanti fu la presenza di questo nuovo sistema, con questi gruppi di specialisti.

Naturalmente, tutto questo processo è poi stato portato avanti nel corso degli anni e devo dire che, anche in questi giorni difficili e in questi mesi sempre più complicati, l'Italia non ha mai avuto delle aste scoperte, anzi il rapporto tra doman-

dato e offerto è sempre stato superiore all'unità, con una situazione di tranquillità, da questo punto di vista, anche nei momenti più difficili.

Il processo di allungamento della vita media del debito è continuato, anche in anni recenti, anche dall'inizio della crisi, tant'è vero che alla fine del 2010 si raggiunse il massimo storico, 7,2 anni. Non solo fu allungata la vita media, ma anche la durata finanziaria, la *duration*, che tiene conto non solo dell'onere del rimborso, ma anche dei flussi di pagamento periodici, in maniera da asseverare una struttura più solida.

La crisi, non dimentichiamolo, parte dall'estate del 2007. Tutto questo sistema ha tenuto molto bene. C'è da dire che, in questi periodi così difficili, pur mantenendo una presenza anche nel lungo termine, il Tesoro ha pagato il costo minimo storico all'emissione, credo da sempre, perché i tassi del 2,19 per cento, come quello medio all'emissione del 2009, e del 2,10 per cento nel 2010 sono stati veramente un ottimo successo.

A questa tenuta e a questo allungamento del debito ha contribuito non solo l'approccio di regolarità e continuità con il passato, ma anche alcune innovazioni che sono state introdotte per aggiungere elementi di flessibilità a tale continuità. Le innovazioni sono state molte e, quando mi capita di ripercorrerle tutte, mi accorgo che gli interventi sono stati veramente tanti; alcuni però sono stati davvero fondamentali, dunque mi limiterò a menzionare questi ultimi.

Il più importante è stato sicuramente il cambiamento del metodo d'asta introdotto a partire dall'ottobre del 2008, quindi subito dopo il fallimento della Lehman Brothers. Prima di quel momento, il Tesoro offriva un ammontare fisso che veniva « processato » in maniera completamente automatica dal sistema; si indicava un ammontare e quell'ammontare veniva sottoscritto, ma spesso, a causa di fluttuazioni nella domanda, diventate sempre più frequenti e ravvicinate, parte della domanda non veniva sfruttata, perché il sistema era troppo rigido.

Allora si introdusse il nuovo metodo, che è stato esteso a tutti i titoli a medio-lungo termine, a partire dai BTP a tre anni, e che quest'anno abbiamo esteso anche ai CTZ, quindi a tutti i titoli collocati con asta a prezzo marginale unico: annunciamo una forchetta di ammontari, all'interno della quale decidiamo poi discrezionalmente — una volta uscito il tabulato anonimo prodotto dal sistema di Banca d'Italia — dove tagliare il prezzo, tenendo conto della domanda complessiva, di come i prezzi dei titoli si sono eventualmente mossi sul mercato prima dell'asta e, ovviamente, anche delle esigenze di finanziamento che via via gestiamo.

In questo modo è stato possibile incontrare meglio la domanda, essere più flessibili a eventuali sue fluttuazioni e stare sempre sul mercato; inoltre, è stato possibile incoraggiare la presenza di investitori istituzionali che emettevano ordini in asta, in un momento in cui invece il mercato secondario, a causa di tutta questa volatilità, diventava molto meno efficiente, i volumi si contraevano e non sempre era facile trovare sul mercato secondario delle buone opportunità a condizioni di *spread* denaro-lettera. In parte, quindi, il mercato primario ovviava anche alle inefficienze che questa estrema volatilità aveva prodotto sul mercato secondario.

Proprio per cercare di sfruttare al meglio la domanda, noi tipicamente abbiamo un collocamento supplementare — non competitivo — riservato agli specialisti in titoli di Stato. A tal proposito, apro una parentesi. L'Italia ha un sistema in cui moltissime banche possono partecipare all'asta, purché aderiscano alla rete nazionale interbancaria. Mentre quando questo sistema venne introdotto, a metà degli anni '90, la proporzione tra specialisti e non specialisti era di circa due terzi e un terzo, adesso gli specialisti coprono oltre il 99 per cento delle aste. C'è stata una naturale enorme concentrazione, perché questo impegno e i costi di partecipazione all'asta sono tali che le piccole banche non gradiscono di sopportarli.

A partire dall'anno scorso abbiamo esteso questa *tranche* supplementare anche ai BOT annuali — precedentemente era per tutti i titoli a medio-lungo termine e per i BOT semestrali che, essendo il parametro di indicizzazione per i CCT, dovevano essere particolarmente curati — in maniera da sfruttare al meglio una eventuale domanda addizionale.

Per quel che riguarda i BOT, tra il 2010 e il 2011 — non lo ricordo esattamente, poiché con questa crisi la percezione del tempo si è molto deformata, cose lontane sembrano vicinissime e viceversa — si è passati dall'asta sul prezzo all'asta sul tasso. In questo modo ci siamo allineati allo standard internazionale, per attrarre nuova domanda istituzionale.

Cito un altro importantissimo elemento di flessibilità: proprio perché il mercato secondario presenta spesso delle inefficienze, ci siamo resi disponibili ad aprire, in funzione della domanda che emergeva, non solo i titoli in normale corso di emissione, che dovevano ancora completare il loro ciclo, i cosiddetti *on the run*, ma anche titoli vecchi, i cosiddetti *off the run*, che talora sostituivano gli *on the run*, quando c'era qualche problema, o, molto più spesso, li affiancavano in maniera da poter offrire al mercato quello che il mercato era disposto a sottoscrivere in quel momento.

In particolare, questo è stato molto importante nella seconda metà del 2011, perché ha consentito di superare la mancanza di domanda — o una domanda che, quando si presentava, risultava eccessivamente costosa — nel periodo ultra-lungo, proprio con il finanziamento attraverso queste riaperture degli *off the run*.

Il 2011 è stato un anno cruciale, la cui storia si può dividere in due parti, esattamente a metà. Nel primo semestre — quasi normale, pur nella crisi — anche se le difficoltà aumentavano, i tassi rimanevano comunque bassi e la crescita nei suoi livelli assoluti era parallela tra i nostri titoli e quelli del resto dell'Europa. Per esempio, il differenziale con la Germania rimaneva intorno ai 180-190 punti, anche se c'erano delle oscillazioni. Non è più un

mondo uguale a quello di prima della crisi, quando un movimento di cinque *basis point* veniva considerato un evento straordinario e ci si domandava che cosa lo avesse provocato. Oramai si viaggia, purtroppo, a decine di *basis point*.

La situazione comincia a deteriorarsi a partire da maggio-giugno del 2011, quando si vedono le prime avvisaglie, anche se gli effetti si concretizzano solo a partire dagli ultimissimi giorni di giugno e all'inizio di luglio. In una certa misura questi effetti sono stati stimolati anche - bisogna vedere quanto, è sempre difficile fare delle valutazioni precise - dal cambiamento di atteggiamento delle agenzie di *rating*. Se ricordo bene, intorno al 20 maggio scorso Standard & Poor's mette l'*outlook* negativo sul *rating* dell'Italia, giustificando questa decisione sostanzialmente con gli stessi argomenti che aveva utilizzato per supportare l'*outlook* stabile; la stessa cosa, circa un mese dopo, viene fatta da parte di Moody's. Le agenzie cominciano a mettere il *focus* su due fattori: le dimensioni assolute del debito e la crescita debole.

Questi due fattori, che fino a un istante prima venivano considerati gestibili - appunto perché il Tesoro aveva sempre mantenuto una politica prudente di gestione del debito e non aveva avuto difficoltà a finanziarsi - cominciano a essere sottolineati e a preoccupare. Insieme ad altri fattori di altra natura, ciò porta a un grave deterioramento nel corso del mese di luglio, particolarmente evidenziato - più che dallo *spread* verso la Germania, che comincia a crescere - dalla distanza fra Italia e Spagna. Fino a pochi giorni prima della fine di giugno l'Italia era valutata meglio della Spagna, tra i 60 e gli 80 punti base; nel corso del mese di luglio, gradualmente questo differenziale per noi vantaggioso si riduce; il 5 agosto si azzera e, a partire dall'8 agosto, la Banca centrale europea interviene a comprare titoli italiani e spagnoli.

Durante lo scorso mese di agosto gli interventi della BCE, pur senza annunci che spiegassero quello che esattamente stavano facendo, vengono chiaramente interpretati come segno dell'obiettivo di non

superare il rendimento del 5 per cento per i titoli a dieci anni. In questo sono facilitati dal fatto che ad agosto, come forse ricorderete, essendo andata bene l'autotassazione ed essendoci una larga disponibilità di liquidità, l'asta a medio-lungo termine di metà mese viene cancellata, come peraltro avevamo sempre fatto prima della crisi. Tra la fine di agosto e l'inizio di settembre siamo dovuti però tornare sul mercato.

A quel punto, visti i criteri che segue la BCE, il suo intervento diventa meno efficace. Fra questi criteri c'è quello di tenersi lontani dai titoli in asta, per qualche giorno prima e per qualche giorno dopo, non solo per i titoli in asta ma anche per i titoli vicini. Questo riduce molto il segmento di intervento della BCE. Inoltre, la BCE compra - questo è diventato particolarmente evidente a settembre - solo un limitato numero di titoli, agendo esclusivamente sul segmento nominale, tra due e dieci anni. Rimangono così completamente fuori i titoli di lungo periodo, quelli oltre i dieci anni, i titoli indicizzati all'inflazione e i CCT.

Questo determina delle distorsioni sul mercato, che indirettamente danneggiano anche la tenuta della citata soglia psicologica tenuta al 5 per cento sulle aste e ci spingono a diventare più interventisti da parte nostra sul fronte dei concambi e delle operazioni di *buy-back* - avevamo anche qualche soldo disponibile sul fondo per l'ammortamento - cercando di correggere queste distorsioni nella curva.

Occorre anche dire che, in tutto questo crescente *focus* sulla pressione del mercato nei confronti dell'Italia, si enfatizzano i grossi volumi italiani in emissione e le scadenze, di cui ci si comincia ad accorgere. Nel 2012 ce n'è una particolare concentrazione tra il mese di febbraio e il mese di aprile.

Noi avevamo ben presente questo problema e ci eravamo attrezzati per tempo, tant'è vero che già nel corso del 2010, e successivamente nel 2011, abbiamo fatto ripetute operazioni di concambio o *buy-back*, nelle quali abbiamo ritirato un numero non trascurabile di titoli con sca-

denza naturale nel 2012. È vero che le emissioni del 2012 saranno un po' superiori a quelle del 2011, ma è opportuno ricordare che quelle del 2011 - come si vede nella tavola a pagina 6 della nota depositata - sono state comunque inferiori di oltre 40 miliardi di euro rispetto alle emissioni lorde del 2010, che a loro volta erano inferiori di 70 miliardi circa rispetto a quelle del 2009, e che i circa 450 miliardi di euro che prevediamo di emettere per il 2012 sono inferiori di 25-26 miliardi di euro rispetto al 2008. Per trovare un anno in cui le emissioni lorde erano inferiori al 2011 bisogna andare al 2007.

Considerato che il 2009 è stato un anno di grande successo della politica di emissione, dove c'è stato il massimo della pressione sul mercato, senza che questa venisse percepita come una criticità, ciò fa capire quanto la percezione degli investitori sia mutata, con tutta questa enfasi sulle scadenze e sulle emissioni lorde.

Un'altra cosa che ho notato proprio in questi giorni, analizzando i dati, è che nell'anno passato la Francia ha emesso molti più titoli dell'Italia - non ho i numeri precisi, ma sono quantità considerevoli - ma nessuno ha detto che quella pressione fosse eccessiva o che quei volumi fossero tali da rappresentare un problema.

Dico questo per farvi capire come si giochi veramente moltissimo sul *feedback* del mercato, sulla sua percezione di certi fattori. Per carità, ci sono fattori oggettivi - ad esempio, le scadenze dei prossimi mesi sono sicuramente fra le più alte - però in un altro momento di mercato nessuno vi avrebbe dedicato tutta questa attenzione e li avrebbe valutati con una tale criticità.

A partire dalla metà del 2010 si sono verificati anche fenomeni strani. Per esempio, a partire dal maggio del 2010 è ripetutamente successo che l'acutizzarsi, di volta in volta, della crisi greca, con diversi momenti in cui si sperava in una soluzione più rapida e meno dolorosa, e le delusioni successive, hanno mostrato che non sempre l'appetito, anche dei Paesi contagiati, viene ad essere colpito sulle

scadenze lunghe. Più volte è successo, per esempio, che fossero ritenute più critiche delle aste di BOT annuali o di CTZ piuttosto che il titolo decennale, che in genere è sempre stato considerato il *benchmark*.

Questo non è molto logico, perché se si pensa che un Paese possa avere un problema fra uno o due anni, non si capisce come si possa invece ritenere più affidabile un titolo decennale. Siamo purtroppo in un mondo non perfettamente razionale, dove i modelli di calcolo delle probabilità vengono talora utilizzati in maniera un po' acritica, delineando la probabilità condizionata per cui una volta superati uno o due anni, tutto andrà bene. È un mercato strano.

Per ripercorrere rapidamente il 2011, la situazione ha continuato a deteriorarsi pesantissimamente - con *stop and go*, con momenti di pausa minima e di ripresa - con un picco nel mese di novembre. Questo ha generato non solo l'allargamento dello *spread* e l'innalzamento dei tassi assoluti, ma anche una conformazione della curva che, verso la fine di novembre, era davvero preoccupante. Non dimentichiamo, infatti, che, all'epoca, i tassi a dieci anni erano inferiori a quelli che si riuscivano a spuntare nelle aste del titolo a tre anni o del CTZ. C'è stata una situazione del tutto anomala.

Nella documentazione depositata relativa alle emissioni del Tesoro nel 2011 potrete analizzare, asta per asta, anche nelle tavole riepilogative, come questo si sia ripercosso sul prezzo delle emissioni. A pagina 3 del documento potete vedere come tra la fine di novembre e l'inizio di dicembre del 2011 - rispetto alle aste che si svolgono a fine novembre si regola a inizio dicembre - il BTP a tre anni è stato collocato al 7,89 per cento, mentre, corrispondentemente, nella stessa tornata d'asta, il BTP decennale è stato collocato al 7,56 per cento: una situazione veramente anomala. Fortunatamente, dopo l'iniezione di liquidità data dalla BCE il 21 dicembre scorso, la situazione sta gradualmente tornando a una maggiore normalità.

Avere un tasso a dieci anni al 7 per cento, ma un tasso — ad esempio — a un anno poco sopra il 2 per cento è sicuramente più normale, ma chiaramente bisogna mirare a ridurre anche quel 7 per cento. Paradossalmente sta succedendo in questi giorni, dopo il *downgrade* di Standard & Poor's — oggi siamo intorno al 6,5 per cento —, però è meglio avere un tasso del 2, del 4, del 5 e del 7 per cento alla fine, sul lungo periodo, piuttosto che avere un tasso piatto al 7 per cento.

A questo proposito vorrei dire che, una volta ripristinata la curva, anche in queste condizioni, come è stato dimostrato da numerosi esercizi, anche in una prospettiva di crescita zero, contrariamente a quanto stanno dicendo i gufi del mercato, che sono numerosi, la situazione del debito pubblico italiano non è esplosiva, anzi rimane sotto controllo e sostenibile. Certamente non migliora, questo è chiaro; affinché migliori e si raggiungano gli obiettivi abbiamo bisogno che i tassi si abbassino globalmente e parallelamente. Non per questo è però corretto dire che con il tasso decennale al 7 per cento la situazione è a rischio, perché non è così.

Venendo al 2012, vediamo che cosa stiamo facendo per cercare di fronteggiare questa situazione. Già avevamo previsto in precedenza, vista la concentrazione di scadenze tra febbraio e aprile, di sfruttare il breve termine, anche perché fra le misure che avevamo preso negli anni passati per cercare di compensare il maggior onere di scadenze sui titoli a medio-lungo termine, avevamo operato una consistente riduzione delle emissioni e quindi anche dello *stock* dei BOT in circolazione, nel corso degli ultimi due o tre anni, per far sì che le minori emissioni a breve compensassero parzialmente le maggiori emissioni a lungo termine.

Devo dire che questo obiettivo è stato perseguito con grande determinazione, anche quando altri Stati avevano ecceduto nelle emissioni di titoli a breve termine. Noi abbiamo chiuso il 2010 con uno *stock* di poco più di 130 miliardi di euro, corrispondente all'8,52 per cento dello *stock* complessivo di titoli. Nel 2011, viste

le difficoltà del secondo semestre, non siamo riusciti a limare ulteriormente tale dato in valori assoluti, per cui abbiamo chiuso a 131,6 miliardi, però in termini relativi il peso dei BOT sullo *stock* complessivo di titoli è ulteriormente sceso e siamo all'8,3 per cento.

In particolare, ci siamo guardati bene dall'emettere BOT a tre mesi nell'ultimo trimestre del 2011, in modo che in questa prima parte dell'anno in corso possiamo sfruttare al meglio le emissioni a breve. Aumenteremo quindi sicuramente tutte le emissioni dei titoli fino a tre anni — anche per sfruttare le migliori opportunità che le banche hanno, avendo beneficiato della *deposit facility* della BCE, che appunto si estende fino a tre anni — senza abbandonare gli altri segmenti, tranne l'ultra-lungo. Non mi sembra infatti il caso di andare oltre i dieci anni, finché la situazione non migliora, perché i costi sono eccessivi e si determinerebbe anche un altro problema: tutti questi titoli sono molto sotto la pari, quindi la loro emissione ha una scarsa efficacia dal punto di vista sia dell'aumento del debito sia dell'incasso effettivo. Non mi sembra che ci siano le condizioni per fare titoli nuovi, perché servirebbe una domanda più cospicua al riguardo, per cui per l'immissione di titoli fino ai dieci anni saremo regolari, ma sicuramente con un peso molto più marcato nell'area fino ai tre anni.

Quanto ho detto concerne il primo semestre, sperando che la decisione di Standard & Poor's non abbia effetti troppo negativi. Apparentemente sugli *spread* non l'ha avuta, perché in fondo il mercato aveva già metabolizzato questi livelli. Bisogna però vedere cosa succederà dopo, nelle gestioni dei portafogli, se il fatto di essere stati declassati al livello della tripla B ci precluda alcuni investitori con limiti di *rating*; bisognerà vedere i margini delle case di *settlement*, di compensazione, e così via e verificare se da parte delle banche e degli investitori ci sarà un maggiore utilizzo di modelli interni, perché questa decisione non è stata particolarmente apprezzata dal mercato.

Il fatto che nonostante l'apprezzamento per le nuove misure introdotte si sia retrocessa l'Italia di due *notch*, portandola sotto il rango delle A, da molti osservatori è stato giudicato sicuramente eccessivo e anche un po' inconsistente: prima si è espresso apprezzamento per quello che ha fatto la nostra nazione e poi la si è declassata nella misura massima rispetto a quanto si era preannunciato. Le agenzie di *rating*, a inizio del dicembre scorso, avevano infatti detto che se non fossero state soddisfatte del vertice europeo del 9 dicembre, avrebbero declassato l'Italia fino a due *notch*. Se si dice « fino a » si presuppone una graduazione. Se, dopo aver apprezzato quanto è stato fatto, proprio nel momento in cui le aste tornano a presentare tassi decrescenti e la curva si è normalizzata, si declassa il Paese al massimo di quanto preconizzato, allora, in un certo senso, si è incoerenti. Questa è una valutazione molto condivisa da parte degli analisti di mercato, per quello che ho potuto vedere finora. Quindi, si spera che si sviluppi una capacità autonoma — un po' indipendente dai *rating* — da parte di tutti gli investitori, visto il sempre minor apprezzamento per come questi soggetti tendono talora a muoversi.

Per concludere, ho detto che questa politica di accorciamento della vita del debito ha necessariamente uno spazio limitato, perché non bisogna correre il rischio di cui avevo parlato all'inizio e anche perché proprio le agenzie di *rating* hanno sempre dimostrato grande apprezzamento per una vita lunga, che consente di attuare, nel corso del tempo, gli *shock* dei tassi. Già siamo passati, a causa delle difficoltà del secondo semestre 2011, da 7,2 anni a meno di 7 anni (6,99 per l'esattezza) di vita media del debito.

Si può fare qualcosa, i margini di flessibilità li abbiamo e i BOT, le emissioni a breve termine, servono proprio a questo, ossia a dare flessibilità nei momenti di necessità, però non può essere qualche cosa che dura nel lungo termine.

Peraltro, sono anche convinta che, una volta che avremo passato tranquillamente questi tre mesi — come sono abbastanza

fiduciosa possa avvenire, anche se non mi nego che si tratti di uno scenario abbastanza impegnativo, perché il mercato ha una grande voglia di buone notizie — l'appetito per la carta italiana tornerà. Dobbiamo tenere duro in questi tre mesi, far vedere che i timori sono eccessivi e che siamo in grado di gestire anche queste difficoltà estreme. È un po' una lotta contro tutti, ma credo, e spero, che ce la faremo.

**PRESIDENTE.** Ringrazio la dottoressa Maria Cannata Bonfrate per il suo intervento.

Do ora la parola ai colleghi che intendono intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

**MASSIMO VANNUCCI.** Dottoressa Cannata, lei ha un compito titanico, perché molte cose avvengono al di fuori dei circuiti tradizionali e non sono correggibili solo con le azioni e gli accorgimenti di cui lei ci ha parlato.

Secondo me, la madre di tutte le questioni sulle tensioni sui titoli europei rimane quella della richiesta del coinvolgimento dei privati nella crisi greca, ossia il *private sector involvement*, che è stato deciso da 27 Paesi, sebbene sulla spinta di Germania e Francia. Sembra che si sia compreso che questa clausola di coinvolgimento del settore privato ha determinato tutto questo sconquasso e quindi sia stata ritirata, o si sia in procinto di farlo. Tuttavia, la si ritira nel momento in cui si creano fondi veri di salvataggio e si decide di non coinvolgere più i privati. Quella è la madre di tutte le questioni. Questa è una piccola premessa, e se lei vuol dare un giudizio al riguardo, ciò sarebbe gradito. La ringrazio, naturalmente, dei giudizi ottimistici che ha espresso.

Vengo alla domanda. Noi abbiamo ricevuto, in Parlamento, il 23 settembre 2011 la nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza, nella quale si stimava, per il 2011, una spesa per interessi passivi di 76 miliardi, 593 milioni di euro e, nel 2012, di 85 miliardi, 806 milioni di euro.

Il Governo Monti il 4 dicembre scorso, nella relazione trasmessa al Parlamento ai sensi dell'articolo 10-bis, comma 6, della legge n. 196 del 2009, corregge questi numeri e ci riferisce, per il 2011, un dato di circa 77 miliardi di euro (con appena un miliardo in più, che ci può stare) e per il 2012 di circa 94 miliardi, quindi con un incremento della pressione di 9 miliardi per l'anno 2012 intervenuta dal 23 settembre al 4 dicembre 2011. Cosa può essere successo? Questi dati glieli ha forniti lei?

MARIA CANNATA BONFRATE, *Dirigente generale Capo della Direzione II - Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Certamente.

MASSIMO VANNUCCI. È eccessivamente prudentiale questa previsione, dottoressa Cannata?

Inoltre, vorrei conoscere - forse lei le ha riferite ma mi sono sfuggite - le percentuali fra investitori nazionali e investitori stranieri sul nostro debito. Lei pensa che questa iniziativa, anche auspicabile, per cui il Tesoro prepara l'acquisto diretto *on line* dei nuovi titoli triennali possa essere da sola sufficiente a favorire un maggior collocamento nazionale dei titoli stessi? Oggi la situazione del Giappone viene considerata ideale, proprio perché il debito è detenuto dagli investitori locali. Lei sarebbe d'accordo o ritiene che si debbano fare pressioni in questo senso, con iniziative come le «pubblicità progresso» e via dicendo? Insomma, ritiene che si debba fare qualcosa per favorire questo processo?

Lei è riconosciuta universalmente come un ottimo gestore del debito pubblico e vanno a lei i meriti di questa spalatura nei sette anni. Lei ci ha ricordato la bontà di questo metodo, ma nello stesso tempo ci ha indicato le sue strategie, in questa fase, per sfruttare il breve termine. Al di là di tutto, bisogna sapersi adeguare ai tempi, visto che i mercati non hanno più una logica.

Ora, quando i titoli vanno in scadenza e dobbiamo rimpiazzarli con nuovi titoli, è

obbligatorio fare le aste, a prescindere dal mercato e dalla volatilità del momento. In questo senso, per la flessibilità necessaria - le agenzie di *rating* lasciamole da parte per un momento, bisogna solo darsi l'obiettivo di tornare in A e smascherare quel che è successo - non sarebbe meglio se ci fosse un fondo *a latere* piuttosto consistente, che ci desse la possibilità di non fare aste o di cancellarle, di prorogarle o farle solo in momenti migliori? Penso a un fondo alimentato da dismissioni di patrimonio pubblico mobiliare e immobiliare, ma piuttosto consistente, di cui si dia la gestione - per la flessibilità di intervenire o meno, a seconda dei momenti, sulle aste o meno - sempre alla sua Direzione, che gestisce il debito pubblico.

Credo che questo sia l'auspicio che dovremmo formulare in questa fase.

RENATO BRUNETTA. Credo che dovremmo ringraziare la dottoressa Cannata e tutti i suoi colleghi, perché è noto come la gestione del nostro debito sia tra le migliori al mondo. Di questo dobbiamo ringraziare, appunto, il Tesoro, la dottoressa Cannata e tutti i suoi colleghi.

Proprio per la ragione che nessuno nutre dubbi su come sia stato gestito il debito in tutti questi anni, noi dovremmo concentrarci, a mio modo di vedere - questa è anche la domanda che pongo - su cosa sia successo veramente nel giugno scorso. Insomma, non può ritenersi che da giugno in poi il Tesoro abbia sbagliato comportamenti, abbia omesso tecniche, abbia avuto problemi di efficienza, perché questo non corrisponde ai fatti; invece, bisogna interrogarsi su quanto sia successo oggettivamente.

Ricordo a me stesso, ai colleghi e - ma lo sa meglio di me - alla dottoressa Cannata, che la dinamica di incremento degli *spread* per l'Italia è stata inferiore alla dinamica degli *spread* per gli altri Paesi dell'area dell'euro fino a maggio 2011. Quindi, fino a maggio noi eravamo il Paese più virtuoso, ancorché con un incremento leggero degli *spread* rispetto alla Germania.

Cosa succede a giugno? Siccome a giugno - questa è un'altra carenza di analisi da parte di tutti - la dinamica degli *spread* non aumenta solo per il nostro Paese, ma aumenta per tutti i Paesi dell'area euro, ne deriva il formarsi di un processo speculativo sui debiti sovrani che riguarda un po' tutto il mondo, riguarda l'area euro e riguarda ovviamente, in particolar modo, il nostro Paese.

Invito, quindi, la dottoressa Cannata a raccontarci cosa è successo anche agli altri Paesi da giugno in poi, per capire le ragioni di questa valutazione dei mercati rispetto al nostro debito.

Va bene che si sia riformata la curva dei rendimenti tra i vari titoli a breve, medio o lungo termine, perché il paradosso di avere rendimenti più alti dei titoli a breve termine rispetto a quelli a lungo termine era veramente una follia; tuttavia, ricordo che negli ultimi sessanta giorni del Governo Monti la media degli *spread* rispetto agli ultimi sessanta giorni del Governo precedente registra un differenziale di cento punti in più.

Se infatti calcoliamo le dinamiche degli *spread* tra gli ultimi sessanta giorni del Governo Berlusconi e gli ultimi sessanta giorni del Governo Monti, abbiamo un valore medio degli *spread* di + 100 nel secondo periodo.

Non traggio altre conclusioni rispetto a questo, proprio perché ne abbiamo sentite già troppe su soglie magiche, su soglie di insopportabilità e su effetti di questo o di quel *leader* di governo rispetto agli *spread*. Evidentemente il fenomeno, che pure approfitta di debolezze endogene, è in gran parte esogeno, quindi non è colpa dell'uno e non è colpa dell'altro, anche perché i dati fattuali dimostrano che dopo il Governo Berlusconi il livello degli *spread* si è incrementato di cento punti medi rispetto agli ultimi sessanta giorni del Governo precedente.

LINO DUILIO. Anch'io ringrazio la dottoressa Cannata per questa occasione e mi compiacio per quanto ci ha detto e per quanto è stato fatto per gestire una situazione che, viste le dimensioni del nostro

debito, è indubbiamente assai problematica, come sappiamo.

Vorrei porre alcune domande. La prima è insieme un'osservazione e una domanda. Dottoressa, dalla sua esposizione ho ricavato l'impressione - mi corregga se sbaglio - che l'approccio rispetto alla problematica del debito sia sostanzialmente di breve periodo. Intendo dire che, a mio avviso, la grande questione che abbiamo si riferisce al preconstituire condizioni per cui nel medio e lungo periodo, oltre che rientrare, il nostro debito assuma alcune caratteristiche strutturali.

Al riguardo, vorrei chiederle se mi può confermare quanto taluno sostiene, ossia che noi siamo un Paese eccessivamente patrimonializzato. Si dice che saremmo intorno al 120-125 per cento in termini di rapporto tra patrimonio e prodotto interno lordo. Dunque si propone un *trade-off* sostanzialmente tra patrimonio e reddito perché, al di là delle operazioni di natura finanziaria, noi dovremmo in qualche modo andare oltre la dimensione finanziaria. Anche la sua analisi - e forse non può che essere così - è sostanzialmente di natura finanziaria, il che conferma un andamento che, secondo me, da troppo tempo oramai vede riflettere tale fenomeno, prescindendo da quelli che sono gli andamenti dell'economia reale. Vorrei, dunque, che lei ci dicesse qualcosa anche circa le cause o gli elementi che possano avere concorso, nel tempo, a far sì che il nostro Paese si trovi con un debito di queste dimensioni.

Abbiamo appreso, come lei ha detto, che nel periodo dell'iperinflazione, la concentrazione del debito su titoli a brevissimo termine come i BOT ha concorso a costruire la montagna dell'Himalaya del 120 per cento. Tuttavia, l'aspetto che a me interessa e che vorrei cogliere - è possibile, se esistono riflessioni altrettanto brillanti come quelle relative al versante finanziario - è quale tipo di relazione voi avete individuato, con uno sguardo storico, in questo arco di tempo, tra gli andamenti dell'economia reale e l'andamento del debito. Questo potrebbe anche portare a qualche giustificazione - lo dico per espli-

citare il mio modo di pensare — di nuove politiche keynesiane (uso la parola molto brutalmente) che oggi sono bandite da tutti perché si sostiene che ci siamo talmente complicati la vita sul piano del debito e della finanza e abbiamo accumulato tante spese spurie correnti anche tra quelle in conto capitale, per cui quella che una volta era una giusta e opportuna distinzione tra spese di investimento e spese correnti oggi non possiamo più farla, dicendo quindi no a tutto, sia alle spese buone che alle spese cattive.

Mi interesserebbe quindi che lei ci dicesse qualcosa in più rispetto a questi fenomeni che sono sottesi, a mio parere, all'andamento del debito, che non può essere spiegato esclusivamente con ragioni di carattere finanziario, né risolto esclusivamente con virtuosismi di carattere finanziario.

La seconda osservazione, più breve, è relativa al fatto che a me risulta — lo diceva prima il collega Vannucci — che stiamo andando verso quasi il 60 per cento (prima si era intorno al 50 per cento) di sottoscrittori italiani rispetto al totale del debito. Questo non può portare, a mio parere, alla conclusione che è meglio che niente, per cui la nostra aspirazione deve essere quella di emulare il Giappone. Quel Paese sta vivendo in una situazione che potrei definire agonica o pre-agonica da venti o trent'anni proprio perché ha un debito che è quello che è. Dunque, non possiamo consolarci dicendo che dobbiamo agire in modo tale che i nostri titoli siano appetibili al punto tale da far salire questa percentuale, che è pari a circa il 60 per cento. Vorrei una conferma di questo dato, come peraltro chiedeva già il collega Vannucci, e una conferma, per la sua esperienza, del fatto che la nostra aspirazione non può essere certo quella di diventare proprietari del nostro debito.

L'ultima questione riguarda le agenzie di *rating*. Ricordo che, in questa sede, un anno o un anno e mezzo fa abbiamo chiesto anche ad autorevoli esponenti della Banca d'Italia se non era il caso di riflettere sulla creazione di un'agenzia di *rating* a livello europeo, perché forse il miglior

sistema di valutazione affidato a questi organismi è di avere soggetti pluralistici, non nel senso politico deterioro del termine, altrimenti è inutile prendersela con le agenzie di *rating*.

Ho visto che il nostro già collega ed attuale esimio presidente della Consob Vegas afferma che farà un'indagine per capire le ragioni del declassamento e cose del genere. Secondo me, però, non serve assolutamente a nulla fare un discorso di questo tipo, perché, a dirla fino in fondo e tornando alla mia prima osservazione, io credo che le perplessità sul nostro futuro attengano a questioni di struttura del nostro sistema che non possono essere tutte ancora una volta relative solo ad un'analisi di natura prettamente finanziaria.

Basta vedere quali sono i fondamentali dell'economia italiana, delle grandi aziende italiane e così via, per domandarsi che tipo di prospettive oggi abbiamo. Io non condivido affatto — né credo fosse questa l'intenzione del collega Brunetta — queste distinzioni tra come andava prima e come va adesso lo *spread*. Credo che noi abbiamo problemi strutturali gravissimi che risalgono non certo alla sola responsabilità del precedente Governo e rispetto ai quali si misura anche il destino di un Paese relativamente a parametri come quello del debito, che sarebbe il caso di analizzare non solo sotto il profilo finanziario.

Sotto questo aspetto, per abbattere questo benedetto debito, nell'ottica di medio-lungo periodo che lei richiamava all'inizio, non pensa che bisognerebbe fare qualcosa di più per scambiare debito con patrimonio? Ci sono attivi di grandi soggetti economici — posso parlare, ad esempio, delle assicurazioni — che secondo me potrebbero essere intrigati dal sottoscrivere dei BTP di medio e lungo periodo, quando ci fosse una politica che puntasse a scambi di questo tipo, ossia scambi di debito con patrimonio.

Diversamente, detto brutalmente, non so come faremo a scendere strutturalmente da questo 120 per cento, a maggior ragione in un'epoca in cui, come lei sa, da

vent'anni cresciamo a tassi rachitici, anche se spero che il denominatore del rapporto debito pubblico-PIL cresca. Non so, tuttavia, quanto questo potrà crescere, se devo basarmi sulla serie storica degli ultimi 15-20 anni.

Ora, se il denominatore non si muove o addirittura tende a scendere, anche se abbiamo previsto il pareggio di bilancio, significa che il rapporto, come lei sa meglio di me, non si ridurrà. La domanda è la seguente: lei condivide questa esigenza almeno di riflettere su uno scambio debito-patrimonio e condivide l'istanza, un po' neo-keynesiana, di recuperare — diciamo così banalmente — un po' di soldi freschi da dare al Ministro Passera senza che vadano a finire nella voce « debito »?

PRESIDENTE. Do la parola alla dottoressa Cannata Bonfrate per la replica alla prima serie di domande.

MARIA CANNATA BONFRATE, *Dirigente generale Capo della Direzione II — Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. È vero che la mia presentazione è basata su aspetti finanziari, ma questo è il mio compito. Certo, posso avere delle opinioni personali, ma non ho la stessa sicurezza che posso avere nel considerare gli aspetti finanziari che conosco meglio e sono in grado di comprendere fino in fondo. Non pretendo di avere ricette che non sembrano poi così semplici da trovare per nessuno, anche per chi è molto più ferrato ed esperto di me su questo.

La prima domanda riguardava la spesa per interessi e la differenza tra le due stime. Tale differenza si basa essenzialmente sul fatto che la prima stima è stata fatta alle condizioni di mercato di inizio settembre scorso, quindi in una situazione in cui il tasso a dieci anni era intorno al 5 per cento e la curva dei rendimenti era abbastanza piatta, ma comunque articolata, mentre la seconda stima, quella presentata dal Presidente Monti a inizio dicembre, risentiva della curva dei giorni immediatamente precedenti che, come ho ripetuto, era la peggiore che si potesse

immaginare: era la curva leggermente invertita e con tassi del 7 per cento e oltre.

Dove saremmo adesso se facessimo una simulazione? Io direi che saremmo a metà, forse un po' più vicini alla stima di settembre piuttosto che a quella di dicembre. Diciamo che saremmo a metà strada, ma non chiedetemi una stima precisa, perché queste cose vanno fatte bene. Io ritengo giusto, quando si presentano queste stime in un contesto di mercato così fragile e soggetto a umori che variano di giorno in giorno, assumere un certo atteggiamento: oramai, se vedo un tasso o lo *spread* che scende troppo rapidamente in una giornata, come è successo a metà della settimana scorsa, chiaramente gioisco, ma fino a un certo punto, perché l'abbassamento è troppo repentino e, in questi casi, mi aspetto dei rimbalzi successivi. Non mi spiego — e vi assicuro non ne ho la più pallida idea — perché all'inizio dell'anno gli *spread* fossero lievitati fino ai 520 punti e oltre. È una cosa incomprensibile, perché sul mercato praticamente non c'erano flussi; ho indagato presso gli specialisti chiedendo se vedessero flussi di vendita o altro, ma mi hanno risposto in maniera negativa. Eppure gli *spread* salivano.

Ugualmente sono rimasta molto sorpresa, francamente, quando li ho visti ridiscendere: non c'era onestamente un motivo comprensibile. Pertanto, anche quando il movimento è positivo, io non sono contenta se non riesco a capire perché si sta verificando.

Si tratta di un mercato nel quale, effettivamente, capire fino in fondo cosa sta succedendo è davvero difficile. Ritengo quindi prudente, ovviamente avendo le informazioni disponibili al momento, fissare la situazione in quel momento ed eventualmente, dovendo aspettarsi qualcosa, mantenermi su un lato un po' più pessimistico e prudente.

Quanto alla ripartizione investitori esteri-investitori domestici, è vero, io non l'ho citata, perché purtroppo non ho dati aggiornati. I dati che vengono elaborati dalla Banca d'Italia su questa ripartizione presentano parecchio ritardo. Comunque, gli ultimi dati — se non ricordo male, sono

usciti a dicembre e sono aggiornati a luglio — non evidenziano un sostanziale mutamento fino a luglio, ma noi abbiamo visto che il grosso del deterioramento c'è stato tra agosto e novembre, quindi di sicuro ho la percezione che la componente domestica sia aumentata.

C'è anche da dire che ci sono stati alcuni fattori che hanno determinato grosse criticità. La decisione dell'EBA (European Banking Authority) di valorizzare a *mark to market* tutti i portafogli, anche quelli di investimento a scadenza, ha avuto davvero un effetto molto pesante sul nostro mercato. Infatti, da un lato gli italiani hanno incrementato con riluttanza i loro portafogli, per non avere richieste di aumenti di capitale basati su fattori contingenti...

RENATO BRUNETTA. Anche se, da un punto di vista giuridico, domestico o estero non sono indifferenti.

MARIA CANNATA BONFRATE, *Dirigente generale Capo della Direzione II — Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Sì. Parlo degli italiani. L'Italia ha fatto sistema in questo momento. Gli investitori esteri ovviamente hanno venduto. Chi deteneva molti titoli italiani in portafoglio — come sappiamo bene, in particolare le banche francesi, ma sono sicura che è successo più o meno ovunque — ha venduto. So che lo hanno fatto anche banche specialiste, che hanno detto di essere state forzate a vendere, altrimenti i loro *regulator*, le loro autorità di vigilanza non avrebbero consentito loro di continuare, avendo una situazione insostenibile. Questo è avvenuto in alcuni casi per le banche europee. Alcune banche non europee, invece, ci hanno detto di essere state forzate a liquidare, altrimenti le agenzie di *rating* avevano minacciato il loro *downgrade*.

È una situazione veramente molto difficile e delicata. Qualitativamente, dunque, ho la sensazione che la componente domestica sia aumentata. Per quel che riguarda i titoli di Stato, comunque sia, a luglio scorso essi erano ancora detenuti al

51 per cento da soggetti esteri e al 49 per cento da soggetti italiani. Non dimentichiamoci, però, che i titoli di Stato rappresentano l'83 per cento del debito. Se guardiamo il debito complessivo, quindi anche con la componente non negoziabile, che è quasi tutta domestica, la proporzione diventa del 43 per cento per gli investitori esteri e del 57 per cento per gli investitori domestici.

È vero che in questo momento avere una maggiore presenza domestica sarebbe utile, ma che si possa replicare una situazione giapponese non è verosimile, per una serie di ragioni. In primo luogo, ahimè, a mio parere abbiamo un debito troppo grande per la capacità di assorbimento dell'Italia. Questo non vuol dire che non si possa stimolare meglio la domanda interna, tant'è vero che, come lei ha citato, noi stiamo lanciando un nuovo strumento — entro marzo prossimo sarà sicuramente avviato, ma se ce la facciamo anche entro febbraio — venduto direttamente *on line* alla clientela. Peraltro, specifico che non si tratta di uno strumento triennale, non lo abbiamo ancora definito: il *Corriere della Sera* ha fatto un esercizio di fantasia. Comunque sia, stiamo ancora definendo le caratteristiche tecniche e stiamo anche organizzando, insieme con il competente Dipartimento della Presidenza del Consiglio dei ministri, una opportuna campagna di informazione. Sarà un canale che intendiamo perseguire, ma non aspettiamoci assolutamente di entrare in una situazione giapponese.

Noi abbiamo un *target* che riguarda le nostre esigenze di *funding*. Bisogna vedere quando escono le obbligazioni delle banche. Se escono a primavera, come mi viene riferito, noi agiremo prima, questo posso dirlo.

Quanto al discorso concernente il fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, devo dire che ogni tanto leggendo la stampa rimanevo sorpresa nel sentirlo nominare come una novità. Il fondo esiste ed è stato alimentato corposamente negli anni Novanta e all'inizio degli anni Duemila con le privatizzazioni. Come vi ho accennato, avevamo 1.400 e oltre milioni

di euro e ne abbiamo usati circa 1.400 per un'operazione di *buy back* in settembre.

MASSIMO VANNUCCI. Quanto ha adesso il fondo?

MARIA CANNATA BONFRATE, *Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Adesso ha 100 milioni di euro. Comunque, non c'è bisogno di creare un fondo nuovo perché già esiste e qualunque iniziativa che lo alimenti sicuramente è utile. Ricordo che le risorse del fondo per l'ammortamento possono essere utilizzate sia in riacquisto sia a rimborso di titoli in scadenza, quindi mirando ad alleggerire quello che si offre in asta.

Riguardo alla regolarità delle aste, ritengo che sicuramente se ci fossero 100 miliardi di euro a disposizione con grande piacere farei a man bassa rimborsi a scadenza, senza però cancellare aste a dismisura. È bene mantenere una regolarità nella presenza sul mercato, anche perché l'investitore ha bisogno di regolarità e vuole avere certezza riguardo alla presenza, tant'è vero che ogni volta che facciamo un annuncio con il quale alteriamo quelle che potrebbero essere le aspettative del mercato, sulla base del calendario e quant'altro, spieghiamo sempre molto bene di cosa si tratta.

Per esempio, ad agosto sono rimasta veramente stupita nel sentire che veniva percepita come debolezza la cancellazione dell'asta di metà agosto dei BTP a cinque anni, quasi il Tesoro non se la sentisse di andare sul mercato e via dicendo. Abbiamo spiegato ripetutamente, con un comunicato – ma non basta, bisogna parlare – che si trattava di un ritorno alla normalità, perché noi fino al 2007 regolarmente cancellavamo l'asta di medio-lungo periodo di metà agosto, e quindi, poiché l'autotassazione era andata molto bene, non vedevamo perché, in un momento tipicamente poco liquido, avremmo dovuto forzare il mercato. Insomma, bisogna sempre stare molto attenti nel gestire i cambiamenti, che non devono mai essere drastici.

Sicuramente, se avessi a disposizione 100 miliardi di euro...

Però mi si deve dire dove andiamo a prenderli, perché questo è il problema. Mi accontenterei di molto meno: anche 5 miliardi di euro aiuterebbero a gestire la situazione.

Mi si chiede che cosa è successo a giugno. A parte altre considerazioni ed analisi che si possono fare sulla situazione politica nei singoli Stati e che non mi competono, sicuramente è successo che l'elastico che è stato tirato a livello europeo – per così tanto tempo – ha iniziato a rompersi. Le lentezze, le esitazioni a livello europeo nel decidere come affrontare la crisi greca, che grado di impegno a livello europeo si voleva dare – o attraverso il fondo «salva-Stati» o con un eventuale maggiore margine di manovra di intervento della BCE –, tutto questo è stato ritenuto sempre più un elemento di debolezza. Si è creata un'enorme aspettativa intorno al vertice del 21 luglio 2011, che peraltro era stato preparato con *meeting* intermedi e in occasione di ciascuno di questi *meeting* c'era un'enfaticizzazione di aspettative che, non succedendo niente, produceva ulteriore deterioramento sul mercato finanziario. Questo è successo. È successo che la pazienza del mercato si è esaurita e purtroppo, nonostante annunci che sembrano ogni volta presentare una novità, vere novità non ci sono state.

Adesso abbiamo l'accelerazione del fondo permanente di stabilità, che parte, ma bisogna vedere con quante risorse parte. Bisogna, insomma, che i partner europei siano più decisi nel dire che, essendo la nostra un'Unione, si deve agire in un'ottica unitaria.

Il Giappone ha comunque la sua banca centrale e, a livello nazionale, può decidere di fare quello che vuole. A livello europeo noi abbiamo una banca centrale che deve rispettare delle regole che ne limitano l'operatività e, al tempo stesso, vi è uno scarso accordo su come procedere con strumenti alternativi. Per esempio, quando mi chiedono quanto possiamo stare fuori dal mercato, io chiedo a mia volta quanto possono restarci gli Stati

Uniti, e mi rispondono che, senza monetizzare, possono restare pochissimo, monetizzando invece possono rimanerci quanto vogliono.

Abbiamo vissuto anni in cui la monetizzazione del debito veniva vista come il diavolo, il male allo stato puro. E in un certo senso è anche giusto, perché francamente non capisco le preoccupazioni di un'agenzia di *rating* o di un analista che apprezzano il fatto che gli Stati Uniti monetizzano. Io, invece, mi chiedo se l'investitore è contento di avere indietro della carta svalutata del 50 per cento per effetto dell'inflazione. Quanto è migliore, questo, del rischio di un *haircut* a un certo momento? Non è poi molto diverso, se andiamo a vedere la sostanza.

Quindi, dopo decenni di demonizzazione dell'inflazione, adesso viviamo anni di enfaticizzazione, in cui il fatto di non poter monetizzare è diventato il problema. Un po' di equilibrio non guasterebbe.

Con riferimento ad una osservazione alla mia introduzione che è stata svolta precedentemente, non mi pare di aver presentato un approccio a breve nel mio discorso; anzi, ho detto chiaramente quanto importante sia la continuità. Ringrazio dei complimenti, però ricordo che tutto questo processo è partito nel 1992-1993. È vero, noi abbiamo agito in linea con i nostri predecessori, perseguendo questa strada, qualche volta, anche quando sembrava più facile fare il contrario, avendo quindi un'ottica di lungo periodo, con l'allungamento della vita dei titoli, continuando a essere presenti su tutte le scadenze, eccetera. Però è una linea che nasce in quegli anni e ad essa noi ci siamo attenuti come filosofia di fondo. Non mi sembra che sia un approccio a breve. È naturale che gli strumenti a breve sono quelli che servono quando c'è esigenza di flessibilità, quando tali esigenze prevalgono sugli obiettivi a lungo periodo, ma ho ripetuto che si tratta della prima metà di quest'anno, forse anche meno; dopo dobbiamo ritornare a una situazione diversa, sempre sperando che la domanda ci assista, ossia che questi *downgrade* non ci pregiudichino una base di investitori.

Riguardo alle agenzie di *rating*, da tre anni dico di fare attenzione. Da tre anni mi preoccupa del peso che sempre più è stato assegnato alle valutazioni delle agenzie da parte della regolamentazione. Insomma, si dà troppo peso alle valutazioni di questi soggetti, al punto che una delle tre agenzie - non Standard & Poor's - è venuta a chiederci di eliminare questi automatismi che legano il *rating* da loro attribuito a scelte di portafoglio, di investimento e via dicendo, sottolineando che loro vogliono essere attori del mercato, ma vogliono anche essere sereni nel dare la propria opinione senza che questo provochi sconvolgimenti a livello geopolitico. Alla fine questo sta succedendo.

Le regole di Basilea prevedono una serie di maggiori pesi per il rischio e, quindi, automaticamente influiscono sulla gestione dei diversi portafogli anche nell'attività cosiddetta di *trading*, di negoziazione delle banche. Ci sono i portafogli di *trading* che hanno determinati limiti di esposizione e vengono ridotti. La stessa BCE si affida al *rating* per definire le categorie degli emittenti. In particolare sui debiti sovrani - su questo sono pienamente d'accordo - non ha senso compiuto che dei soggetti privati determinino questo tipo di effetto, in primo luogo perché le agenzie di *rating* nascono per fornire informazioni approfondite su emittenti che non sono così conosciuti e i cui dati di riferimento non sono disponibili.

Ora, sui debiti sovrani in genere non c'è difficoltà a reperire informazioni, quindi è giusto dire, a mio avviso, che dei soggetti privati non possono mettersi a valutare dei debiti sovrani influenzando così pesantemente sulla vita e sulle scelte degli Stati. Standard & Poor's dichiara che noi potremmo avere difficoltà di accesso al *funding* a lungo termine, perché si riduce la base di investitori, ma sono loro i primi a ridurla, declassandoci di categoria, dalla A alla B. Sono loro che stanno provocando il problema che paventano.

Peraltro, ho anche la sensazione che, essendo le agenzie state accusate di arrivare sempre troppo tardi, sempre dopo il mercato, sui debiti sovrani cerchino adesso

di rimediare e di ripristinare la loro reputazione correndo a chi arriva prima. Proprio quando Fitch, che aveva preannunciato che entro fine gennaio avrebbe preso una decisione, stava ripetendo in diversi convegni questa opinione, guarda caso viene anticipata questa decisione da Standard & Poor's, che non aveva dato un termine preciso. Insomma, ho il sospetto che ci sia una sorta di competizione perversa a chi «downgrada», per così dire, per prima.

Passando alle altre domande, sicuramente quelli sollevati dall'onorevole Duilio sono aspetti molto importanti. Ho detto che i tassi a breve e l'eccessivo ricorso al breve periodo dei primi anni Ottanta hanno contribuito alla crescita del debito, ma sicuramente all'epoca — e non serve una particolare scienza per dedurlo — si è lasciato correre il fabbisogno in maniera un po' indiscriminata. Non ci si curava di questa lievitazione del debito che stava venendo fuori e non si è approfittato, sicuramente, in alcuni anni di buona congiuntura economica, per correggere i conti. Per tutti gli anni Ottanta i conti pubblici sono stati lasciati andare.

Questo è sicuramente l'elemento centrale dell'esplosione del debito. Dopodiché, correggere è sempre difficile; sicuramente ci sono inefficienze da recuperare e va stimolata l'economia reale, ma non è compito mio individuare le soluzioni a questo riguardo.

Quanto all'idea di un'agenzia di *rating* europea, più che europea, se proprio ce n'è bisogno, io propenderei per un'agenzia pubblica internazionale. Secondo me gli Stati non dovrebbero essere giudicati da soggetti privati. So che non è semplice, perché, comunque sia, bisognerebbe individuare un soggetto abbastanza indipendente e abbastanza internazionale, ma un'agenzia europea non la vedo tanto bene perché, come sta succedendo con quella cinese, viene vista comunque come locale e partigiana. In fondo, nessuno guarda più di tanto, almeno nel mondo occidentale, le valutazioni dell'agenzia cinese di *rating* Dagong, sostenendo che quell'agenzia ha

attribuito alla Cina un *rating* molto alto e a tutta l'Europa, Germania compresa, *rating* molto più limitati.

Comunque, si richiede tempo per creare una concorrenza: non credo che la concorrenza in questo settore per i debiti sovrani risolva il problema. Per i debiti sovrani occorrerebbe un'agenzia pubblica veramente internazionale. Poi si dovrà stabilire se si tratta delle Nazioni Unite, dell'OCSE, del Fondo monetario internazionale o di altri soggetti, ma è anche chiaro che, pur ammettendo che è difficile organizzarla, se non ci si mette a farlo, non si parte.

**PRESIDENTE.** Do la parola ad altri colleghi che hanno chiesto di intervenire, chiedendo loro di porre domande sintetiche a cui penso seguiranno risposte altrettanto sintetiche, considerato il limitato tempo che ci è rimasto a disposizione.

**RENATO CAMBURSANO.** Ringrazio la dottoressa Cannata e anche i colleghi che mi hanno preceduto per aver anticipato alcune questioni che intendevo porre.

In primo luogo, la Banca centrale europea nel mese dello scorso agosto è intervenuta: il Tesoro ha notizia di quando, quanto e come sia intervenuta successivamente, fino alla data odierna?

In secondo luogo, dopo il finanziamento della BCE al sistema bancario, quanto il sistema bancario è già intervenuto — temo per nulla — nei confronti della sottoscrizione di debito sovrano?

**MARCO MARSILIO.** Evito tutte le altre considerazioni e mi limito a porre una sola domanda. Con riferimento alla scelta di andare sul mercato cosiddetto *retail*, spero che nella sua elaborazione si preveda la possibilità per i cittadini, le famiglie e così via, di superare l'ostacolo che oggi incontrano nell'arrivare a comprare i titoli di Stato. Si tratta di pagare alla banca un diritto per poter acquistare, poi pagare per il mantenimento del conto titoli, poi pagare le tasse. Insomma, non so come state immaginando questa operazione, ma spero e penso che sarebbe utile

prevedere un accesso diretto che consenta anche alle singole persone fisiche, alle famiglie, al semplicissimo cittadino di accedere direttamente e senza intermediazioni, quindi senza costi aggiuntivi, all'acquisto di titoli di Stato.

FRANCESCO BOCCIA. Dottoressa Cannata, oggi ci ha detto una cosa molto grave, ossia che i cosiddetti « specialisti », temendo l'abbassamento del loro *rating*, sono stati costretti a vendere i titoli di Stato italiani. Ora, molti di questi specialisti sono stati anche scelti dal Tesoro, negli anni che abbiamo alle spalle. Tra questi, alcuni si sono ritrovati ad avere titoli di Stato italiani in misura abbondantemente superiore anche al capitale di vigilanza. La prima banca italiana ha oltre il 120 per cento del capitale di vigilanza in titoli di Stato italiani. Ebbene, temo che sia il cane che si morde la coda. Probabilmente la sua dichiarazione ci deve portare ancora di più - lo dico ai colleghi presenti in Commissione bilancio - a fare un ragionamento molto drastico sul ruolo delle agenzie di *rating*, le quali hanno al loro interno, come lei sa, soci privati che hanno interessi diretti su quello che accade sui mercati finanziari.

Dentro questo quadro, che è oggettivamente sconcertante - converrà con noi - noi dobbiamo preoccuparci di avere informazioni che non abbiamo. È evidente anche dalla sua audizione odierna che la Repubblica, o almeno il Parlamento della Repubblica, non ha alcune informazioni rilevanti non solo sulla composizione effettiva del debito, ma anche sui fondamentali, cioè con riferimento al suo collocamento presso le banche, le imprese, gli individui e gli Stati esteri. È opportuno sapere chi compra il debito, ma anche dove questo va a finire. Le chiedo, allora, in maniera molto secca: in base al monitoraggio del Tesoro sui derivati relativi al debito pubblico, quanta parte del debito pubblico italiano è « trattato » con derivati?

L'ammontare complessivo dei cosiddetti CDS (*Credit Default Swap*) che sono legati al nostro debito pubblico è monitorata dal

Tesoro? Se non lo è, perché noi spesso siamo costretti a fare valutazioni sulla base delle cose che leggiamo sui principali giornali e organi di informazione anche internazionali, la quota di CDS sul debito pubblico italiano è valutata e monitorata dal Tesoro oppure no? Come presumo che lei sappia, è una quota che è direttamente correlata a una serie di dinamiche che lei molto opportunamente oggi ci ha raccontato.

ROLANDO NANNICINI. Dottoressa Cannata, mi associo ai ringraziamenti e vado subito alla sostanza. Quanto alle emissioni lorde al netto dei concambi, c'è un dato nella documentazione consegnata che già conoscevamo: nel 2009, 534 miliardi di euro, nel 2011, 423 miliardi di euro. Ecco, questa potrebbe essere una valutazione corretta - nel senso che ne abbiamo avuto bisogno - ma la sento da lei e non da altri.

Anche per le agenzie di *rating*, un Paese che fa riduzione di emissioni è un Paese che merita attenzione. Questo è un Paese reale che da 534 miliardi nel 2009 ha ridotto le emissioni nette al lordo dei concambi a 423 miliardi nel 2011.

Questo è indicato nell'ultima legge di stabilità. Conosco il dato del 2012, ma dalle sue riflessioni è emerso che sulla crisi, al di là del ritardo delle scelte europee, hanno inciso le agenzie di *rating* a maggio-giugno dello scorso anno che ci hanno spinto verso il declassamento.

Vedo troppo ottimismo su questa tripla B, glielo dico con molta franchezza. Dovremo veramente, come livello tecnico, non solo come livello politico, fare emergere dati positivi sull'andamento delle emissioni italiane, come quello delle emissioni lorde al netto dei concambi; ugualmente, aspetti come la durata media e tutti gli elementi che lei ci ha ricordato dovrebbero essere sottolineati molto di più, perché si incide molto più sul piano tecnico anziché sperare che questi non incidano. Il mercato già lo sapeva. Io sono molto preoccupato da questo fatto e dalla tripla B attribuita all'Italia.

AMEDEO CICCANTI. Dottoressa Cannata, con la rinegoziazione dei titoli per il 2012, visto il differenziale esistente tra i BOT e i BTP, non conviene accorciare le scadenze, anziché allungarle? Avete valutato questa strada da percorrere in termini anche di quantificazione?

Infine, l'idea di un'*authority* internazionale per il *rating*, come ad esempio il Fondo monetario internazionale, che già fa analisi in tale settore e quindi sarebbe il più titolato a fare *rating*, è stata valutata in qualche sede? C'è una qualche riflessione su un'agenzia a livello internazionale, come auspicava lei?

PAOLA DE MICHELI. Immagino, non essendo stata presente all'inizio dell'audizione, che nessuno le abbia posto il tema che intendo sollevare. Circolano ipotesi giornalistiche, ma non solo, rispetto alla soluzione del problema dei pagamenti della pubblica amministrazione nei confronti delle imprese, attraverso l'utilizzo di titoli di debito pubblico. Immagino che, se queste ipotesi sono molto di più che una tesi giornalistica, ma incominciano a concretizzarsi, lei dovrebbe essere stata coinvolta. Le chiedo se ci sono possibilità concrete, se è un'ipotesi ragionevole e realizzabile.

PRESIDENTE. A proposito di monetizzazione del debito!

Do la parola alla dottoressa Cannata Bonfrate per la replica finale.

MARIA CANNATA BONFRATE, *Dirigente generale Capo della Direzione II – Debito pubblico del Ministero dell'economia e delle finanze*. Mi è stato chiesto innanzitutto se sappiamo quanto e cosa la BCE ha fatto. Dunque, la BCE dà un'informazione molto scarsa su quello che fa. Solo *ex post*, all'inizio della settimana successiva, dice quanto ha comprato, ma senza specificare su quali titoli o segmenti. Pertanto, noi andiamo per deduzione, cercando di capire cosa ci dicono gli specialisti.

Sicuramente la BCE è intervenuta consistentemente ad agosto, consistentemente

a settembre, poi ha ridotto moltissimo l'intervento. Avendo questi dati così generici, il quantitativo impegnato è abbastanza cospicuo, sicuramente sopra i 100 e forse vicino anche ai 200 miliardi di euro (non ho verificato il dato, ma sicuramente sopra i 100 miliardi). La BCE ha ovviamente rallentato, anzi è quasi sparita dalla scena, dopo l'iniezione di liquidità. Questo è sicuramente vero. Non so, però, cosa stia facendo in questi giorni, perché di nuovo sembra che stia intervenendo, ma lo sappiamo sempre *ex post* e poi dobbiamo dedurre per quanto riguarda la Spagna, per quanto riguarda l'Italia e via dicendo. Non c'è molta trasparenza al riguardo.

Il finanziamento delle banche non ha sicuramente determinato nell'immediato effetti enormi, però, a mio parere, un pochino cominciano a vedersi. Io ritengo che il miglioramento dei risultati d'asta registrato nei tempi recenti sia un segnale che comunque qualcosa si sta muovendo in questo senso. Naturalmente, bisogna che si dissipino alcuni timori riguardo gli effetti di una detenzione di titoli che diventi troppo elevata.

Per quanto riguarda il *retail*, il problema della riduzione dei costi è vero, ma secondo me vi è più che altro un problema di barriera. Il dossier titoli è indispensabile, perché il debito pubblico italiano è dematerializzato. Tengo a sottolineare che questa dematerializzazione è un elemento di sicurezza e di protezione del risparmiatore. Voi non avete idea di quante situazioni abbastanza penose, di persone magari anziane che si ritrovano titoli di debito pubblico prescritti, abbiamo eliminato con la dematerializzazione. Il giorno stesso del rimborso del capitale e del pagamento della cedola c'è l'accreditamento sul conto del sottoscrittore.

Tra l'altro, quando nei primi tempi ci siamo resi conto che qualche banca se ne approfittava e non accreditava il giorno stesso, ma qualche giorno dopo, siamo intervenuti con il decreto per la trasparenza delle operazioni di collocamento dei titoli di Stato, imponendo che il giorno stesso vengano accreditati interessi e rimborso del capitale.

Stiamo pensando a qualche forma di riduzione di costi da parte dei sottoscrittori di questo titolo cosiddetto *retail*, ma devo dire che nella sottoscrizione diretta di titoli italiani la vera barriera non è costituita tanto dai costi. I costi sono talora molto pesanti — parlo in generale, non voglio essere aggredita dai gestori di fondi — nel risparmio gestito: la mia esperienza episodica mi segnala che in quell'ambito ci sono spesso dei costi veramente eccessivi.

I costi per la sottoscrizione di titoli di Stato sono limitati dal ricordato decreto per la trasparenza per quel che riguarda i BOT e, per il resto, sono fissati dalle norme se la sottoscrizione avviene in asta. Per quel che riguarda l'acquisto sul mercato secondario, ci sono delle commissioni, ma onestamente non sono proibitive e tali da scoraggiare l'investimento.

Quello che scoraggia l'investimento è che mediamente una persona va in banca dicendo di voler comprare un BTP, un CTZ, un BOT, e il dipendente della banca fa di tutto per vendere assolutamente qualsiasi altra cosa. Il problema è questo. Per tale ragione noi stiamo cercando questo canale alternativo per cui il cittadino potrà direttamente emettere l'ordine *on line* andando sulla piattaforma del MOT (Mercato telematico delle obbligazioni e dei Titoli di Stato), quindi non avrà questo problema.

Non potete immaginare quante persone, non solo la classica vecchietta — povere vecchiette, non vi dico che cosa alcuni fanno sottoscrivere a volte — ma anche persone che hanno le idee chiare, alla fine si fanno intimidire dal dipendente bancario che consiglia determinati prodotti.

La possibilità di «bypassare» il contatto con la persona in banca che induce a fare qualcosa di diverso rispetto a quello che si voleva fare, mi sembra un punto molto importante.

Cercheremo di prevedere qualche incentivo per chi magari detiene il titolo fino a scadenza, con qualche riduzione di costi, ma il dossier titoli è indispensabile.

Le informazioni che vi ho dato sono tutte presenti sul sito Internet del Ministero dell'economia e delle finanze nella sezione di pertinenza della direzione generale che si occupa del debito pubblico. Noi facciamo comunicazione il più possibile: io stessa faccio frequenti viaggi, incontri con investitori e queste cose le dico. Ci sono, però, momenti in cui, in base alle mode, si ritiene utile interiorizzare alcune informazioni e altre no. Posso dire che il nostro sforzo per fornire informazioni c'è su tutte le questioni.

Riguardo al discorso dell'accorciamento delle scadenze, come ho detto prima, accorciare va bene, ma solo tatticamente per un periodo limitato. Sicuramente bisogna essere presenti il più possibile — dipende anche dalla domanda — su tutta la curva, ma accorciare troppo è pericoloso.

D'altra parte, il risultato che vi ho evidenziato del costo del debito al 2,10 per cento nel 2010, in un anno in cui abbiamo allungato la durata del debito, dimostra che magari si lascia qualcosa, ma è tutto sollievo e maggiore tranquillità per il futuro. Quindi, questo accorciamento c'è e ci sarà in questi mesi per una ragione tattica, ma strategicamente non è opportuno.

Riguardo alle agenzie di *rating*, la riflessione non è avanzata. Qualche proposta episodica è stata lanciata ma non è stata raccolta finora. Credo che sia molto controverso decidere qual è l'istituzione internazionale che intende prendersi questa incombenza, poi c'è sempre il sospetto che da qualche Stato o gruppo di Stati possa essere vista come una istituzione partigiana.

È vero, però, che una riflessione seria non è partita, nonostante qualche proposta in questo senso, e secondo me — prima o poi — sarebbe opportuno che partisse. Questa è una mia valutazione personale.

Onorevole Boccia, io ho detto che qualche banca — pochissime, una o due — ha avuto pressioni da parte delle agenzie di *rating* per vendere i titoli di Stato. Tuttavia, le pressioni non sono arrivate solo dalle agenzie di *rating*, ma anche dalle istituzioni di vigilanza. Se devo dire — tra

le due — quale pressione è stata maggiore, direi che lo è stata quella delle istituzioni di vigilanza, nella direzione di far vendere alle banche, ritenendo che fossero troppo esposte in questo Stato o in quell'altro Stato. Che ciò riguardi una banca italiana, francamente, io non lo vedo come un grandissimo problema, perché se il sistema Italia — Dio non voglia — andasse a gambe all'aria, non credo che le banche italiane resterebbero comunque indenni.

Talora mi viene chiesto se non possiamo fare come gli spagnoli, che stanno ricomprando tutto il loro debito: invero la situazione degli spagnoli è un po' artificiale. Prima di tutto, non dimentichiamo che la Spagna ha un terzo del debito pubblico italiano e le grandi banche spagnole sono più grandi delle più grandi banche italiane, quindi, volendo, hanno questa capacità di assorbimento, però, evidentemente, non si fanno tanti problemi di rapporto tra *Bonos*, titoli spagnoli detenuti in portafogli, e capitale di vigilanza. Non so esattamente per quale motivo questo per loro non rappresenti un problema. Quindi, bisogna decidere che cosa si vuole fare.

Riguardo ai citati CDS, il relativo mercato è stato molto danneggiato, direi abbastanza congelato, dalla questione greca. Il fatto che il *private sector involvement* sia basato su un apporto nominalmente volontario da parte degli investitori privati, che affermano volontariamente di volere aderire, ha fatto sì che nelle regole che disciplinano i CDS non scattassero le clausole di fallimento. Quindi, adesso il mercato dei CDS viene usato molto meno di prima — in generale — perché si tratta di un'assicurazione che non si ritiene più valida. In realtà, non ripaga in caso di problemi seri, quindi viene utilizzata di più da parte delle banche per la gestione del rischio di controparte, nel senso che piuttosto che mettere più capitale e più liquidità, il CDS costa meno e alla fine viene utilizzato. Comunque sia, è vero che i volumi di CDS sull'Italia sono maggiori

dei volumi riferiti ad altri Stati, però questo dato è strettamente correlato al maggior volume del debito pubblico rispetto alla media degli altri Stati. La percentuale in volumi dei contratti di CDS sull'Italia non è stratosferica: ovviamente, se guardiamo il debito italiano rispetto ad altri, la percentuale sembra maggiore perché è più grande il debito, ma non ci sono situazioni particolarmente critiche.

Mentre fino a qualche mese fa i movimenti dei CDS andavano oltre a quello che si verificava sugli *spread*, recentemente — forse anche per questa perdita di valore attribuita a tale strumento — in realtà gli *spread* sono più aggressivi dei CDS.

Onorevole De Micheli, è vero che ci sono queste ipotesi di utilizzo di titoli del debito pubblico come mezzo di pagamento della pubblica amministrazione nei confronti delle imprese, però la scelta è comunque sempre questa: quanto maggior debito si ritiene sia politicamente sopportabile per tale fine? Le scelte che verranno prese vanno al di là del mio compito.

PRESIDENTE. Ringrazio la dottoressa Cannata Bonfrate per questa interessantissima audizione.

Autorizzo la pubblicazione in allegato al resoconto stenografico della seduta odierna della documentazione consegnata, consistente in una nota sulle problematiche relative all'emissione e al collocamento dei titoli di Stato (*vedi allegato 1*) e in tabelle concernenti le emissioni del Tesoro nel 2011 (*vedi allegato 2*).

Dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 13,50.**

---

IL VICE SEGRETARIO GENERALE,  
CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ED ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE  
AD INTERIM

DOTT. GUIDO LETTA

---

Licenziato per la stampa  
il 27 febbraio 2012.

ALLEGATO 1



DIPARTIMENTO DEL  
**TESORO**

Dr.ssa Maria Cannata

Audizione:

Problematiche relative all'emissione e al collocamento dei titoli di Stato

Camera dei Deputati

Commissione Bilancio, Tesoro e Programmazione

Roma, 17 gennaio 2012

**Introduzione.**

La crisi che ha investito il debito sovrano in Europa sta determinando mutamenti repentini e drastici nel mercato del reddito fisso. L'Italia, con il carico del suo grande debito pubblico (il quarto del mondo in termini assoluti, dopo quello statunitense, giapponese e tedesco), ha la necessità di mantenere la sua presenza sul mercato per consentire il finanziamento dello Stato a condizioni che assicurino la sostenibilità del debito stesso nel lungo periodo, cercando di ottenere le migliori condizioni possibili in termini di costo.

I titoli di Stato rappresentano la gran parte del debito pubblico (circa l'83%), per cui una gestione delle emissioni fluida ed efficace è un fattore cruciale per la solidità del sistema Paese.

Poiché in questo campo, almeno a partire dagli anni '90 del secolo scorso, è universalmente riconosciuta una storia di progressi continui, non bisogna discostarsi dalla continuità col passato, pur introducendo tutti i necessari adattamenti per fronteggiare al meglio una situazione complessa e irta di difficoltà senza precedenti.

Nel mio intervento, ripercorrerò brevemente le tappe essenziali dell'evoluzione della gestione del debito, per poi menzionare a grandi linee le criticità da fronteggiare nel prossimo futuro e le soluzioni individuate.

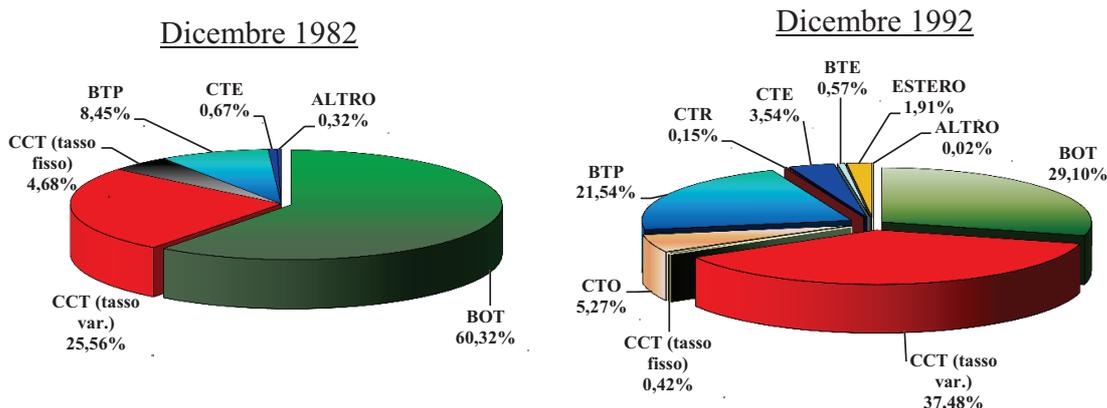
**Premessa.**

A seguito della grave crisi monetaria e finanziaria dell'ormai lontano 1992, la strategia di emissione del Tesoro si è sviluppata nel tempo con grande continuità, perseguendo con costanza e determinazione due obiettivi che, se nel breve periodo possono apparire in reciproco contrasto, in un'ottica di medio-lungo termine risultano invece compatibili e producono risultati lusinghieri: il contenimento del costo del debito e la riduzione dei rischi di mercato, in particolar modo il rischio di rifinanziamento e il rischio di tasso.

Ridurre il rischio di rifinanziamento, infatti, implica la necessità di diluire nel tempo il rimborso dei titoli di Stato e, quindi, allungare la durata dei titoli, allo scopo di non esercitare quella continua pressione sul mercato che mette a rischio la capacità di assorbimento delle emissioni: si tratta, insomma, di favorire le condizioni per cui, nel tempo, l'offerta e la domanda possano incontrarsi in un contesto equilibrato che soddisfi entrambe. Pertanto, l'emissione lungo tutta la curva dei rendimenti, ivi comprese le scadenze molto lunghe, consente di distribuire nel tempo l'onere dei rimborsi e, attraverso la minore pressione sul mercato, determinata importi inferiori in offerta e da una minore frequenza delle aste, anche di limitare i costi nel lungo periodo.

Se è vero, infatti, che di norma i tassi dei titoli a breve sono più bassi di quelli a lungo termine, è altresì opportuno tenere a mente come l'esplosione del rischio di rifinanziamento porti a vanificare i benefici immediati, generando invece una spirale perversa che contribuisce all'esplosione del debito. L'Italia ha sperimentato questa situazione all'inizio degli anni '80 del secolo scorso quando, in un contesto di elevata inflazione, la durata delle emissioni si ridusse al punto che la vita media del debito era di un anno o poco più e, pur con un'abnorme predominanza di BOT, il rendimento medio all'emissione viaggiava intorno al 20%, contribuendo esso stesso alla dinamica esplosiva che portò il rapporto debito pubblico/PIL dal 60% circa del 1982 al 121,3% del 1994.

E' comunque il caso di ricordare che la necessità di allungare la vita media del debito venne perseguita già a partire dalla metà degli anni '80, ma che all'epoca in buona parte ci si affidò a strumenti a tasso variabile (i CCT), i quali, pur contribuendo significativamente alla riduzione del rischio di rifinanziamento, lasciarono elevati i livelli di esposizione al rischio di tasso, tant'è vero che la crisi del 1992 aggredì un debito in cui lo stock dei titoli di Stato era ancora costituito per oltre due terzi da titoli a breve termine (o indicizzati ai tassi a breve), con pesanti ripercussioni sulla spesa per interessi e sul disavanzo del biennio 1992-1993.

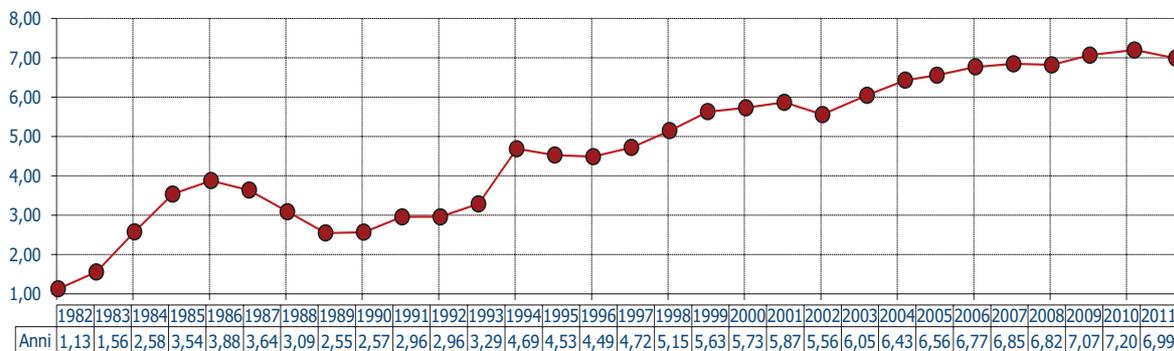


La necessità di modificare la struttura del debito pubblico in modo da proteggere il bilancio dello Stato da *shock* di tasso portò, dunque, ad una serie di iniziative volte a favorire un efficiente meccanismo di collocamento dei titoli pubblici, che consentisse di offrire un ampio spettro di strumenti e di scadenze, favorendo il comparto a tasso fisso e riducendo la componente a breve termine o variabile. Per fare ciò era necessario, da un lato, avere un mercato secondario più liquido, trasparente ed efficiente, dall'altro, assicurare una più costante e regolare copertura delle emissioni sul primario. La riforma del mercato secondario telematico regolamentato (MTS) e la creazione della figura dello Specialista in titoli di Stato, che si impegnava non solo a rispettare precisi obblighi di quotazione sul secondario, ma anche a sottoscrivere quote significative di titoli di Stato in asta, ha consentito di procedere con successo a ricomporre e consolidare nel tempo la struttura del debito pubblico italiano, al punto che alla fine del 2010 la vita media dei titoli di Stato ha raggiunto un massimo storico (7,20 anni) e la durata finanziaria (*duration*) - che tiene conto dei non solo dell'onere del rimborso ma anche dei flussi di pagamento degli interessi - ha sfiorato i 5 anni (4,91, per la precisione).

Quindi, pur in un contesto che, a partire dall'estate del 2007, allo scoppio della crisi dei *subprime*, ha presentato problemi e difficoltà sempre crescenti, fino a tutto il 2010 il Tesoro è sempre riuscito ad ottenere risultati lusinghieri, con un costo medio all'emissione ai minimi storici (2,19% nel 2009 e 2,10% nel 2010), vita media e *duration* crescenti e domanda solida da parte degli investitori istituzionali su scala globale. A questa tenuta hanno altresì contribuito numerose innovazioni e adattamenti della politica di emissione che, pur mantenendo la regolarità delle emissioni e la continuità della strategia di fondo, hanno introdotto quegli elementi di flessibilità che hanno permesso di fronteggiare l'instabilità di un mercato sempre più volatile e nervoso, in cui si sono rotti dinamiche e meccanismi consolidati senza che sia stato ancora trovato un nuovo equilibrio.

XVI LEGISLATURA — V COMMISSIONE — SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

## Vita media dei titoli di Stato



Elenco brevemente solo alcune di queste innovazioni, le più significative, che si sono rivelate determinanti per il successo della gestione del debito:

- il cambiamento della metodologia di asta: per i titoli a medio-lungo termine, non viene più annunciato un ammontare fisso in emissione, bensì una “forchetta” di importi, entro i cui estremi il Tesoro decide discrezionalmente dove tagliare il prezzo (in precedenza il meccanismo era totalmente automatizzato, senza possibilità di intervento umano); in questo modo è possibile tenersi la flessibilità di calibrare al meglio quantità e prezzo, anche in un mercato molto volatile, dove è difficile prevedere con precisione, anche solo pochi giorni prima, come sarà la domanda in asta;
- l'estensione della riapertura riservata agli Specialisti anche al BOT annuale (in precedenza era presente per tutti i titoli a medio-lungo termine e per il solo BOT semestrale); in questo modo si ha la possibilità di sfruttare al meglio un'eventuale domanda addizionale rimasta inevasa in asta o che emerga il giorno successivo;
- per i BOT, il passaggio dall'asta sul prezzo a quella sul rendimento, con un allineamento allo standard internazionale che favorisce la partecipazione in asta di un maggior numero di investitori istituzionali;
- l'offerta non solo dei titoli in corso di emissione (i cosiddetti *on the run*), bensì anche quella di titoli ormai fuori dal ciclo di emissione (*off the run*), al fine di soddisfare eventuali richieste del mercato, sia in sostituzione di titoli *on the run* (raramente) sia in affiancamento a questi (più frequentemente); è da rilevare, infatti, che una delle conseguenze della crisi è il peggioramento del mercato secondario, che non sempre è stato sufficientemente liquido ed efficiente da soddisfare l'eventuale emergere di domanda su uno specifico titolo, anche se questo ha già un circolante molto elevato.

Questa cornice complessivamente positiva si è purtroppo gradualmente deteriorata nel corso del 2011 e, anche se il Tesoro è riuscito a collocare sempre la propria offerta, con rapporti di sottoscrizione (*bid to cover ratio*) largamente superiori all'unità, è indubbio che la crisi del debito sovrano europeo ha contagiato anche il nostro Paese.

### La gestione del debito pubblico nel 2011.

Per quanto riguarda l'attività di emissione e, più in generale, la gestione del debito pubblico, l'anno appena trascorso si presenta diviso nettamente a metà, con un primo semestre tutto sommato in linea con l'anno precedente (sia pure in un *trend* di criticità crescente) ed un secondo semestre caratterizzato da turbolenze ripetute di entità inusitata, in cui le difficoltà di trovare, a livello di Unione Europea ed Eurozona, una soluzione rapida e convincente alla crisi greca e, più in generale, al sostegno degli stati membri in difficoltà, hanno determinato un clima generalizzato di sfiducia fra gli operatori del mercato globale, che ancora non si riesce a dissipare.

In tale contesto, anche come conseguenza, almeno in parte, di un cambiamento di atteggiamento da parte delle agenzie di *rating*, l'attenzione degli analisti e degli operatori di mercato si è sempre più focalizzata sulle dimensioni del debito pubblico, sia in termini relativi - cioè in rapporto al PIL e in relazione alle prospettive di crescita economica futura - che assoluti, di necessità di ricorso al mercato, ovvero di ammontari offerti in emissione. Tutto ciò ulteriormente inasprito da un'evoluzione regolamentare che ha reso sempre più limitati i margini di manovra delle banche nella gestione dei loro portafogli in titoli sovrani.

Così, mentre fino al mese di maggio scorso l'Italia veniva percepita come nettamente più affidabile e solida della Spagna, grazie a tutta una serie di fattori "di tenuta" dall'avvio della crisi (un disavanzo pubblico sotto controllo, l'assenza di una bolla immobiliare, un settore bancario che si era attenuto a una politica prudente di gestione del portafoglio e di concessione del credito, il basso livello di indebitamento delle famiglie italiane), nel corso del mese di giugno tale percezione ha cominciato a indebolirsi, per invertirsi completamente nel corso dell'estate e deteriorarsi ulteriormente poi, come una semplice occhiata al grafico degli *spread* rende palese.

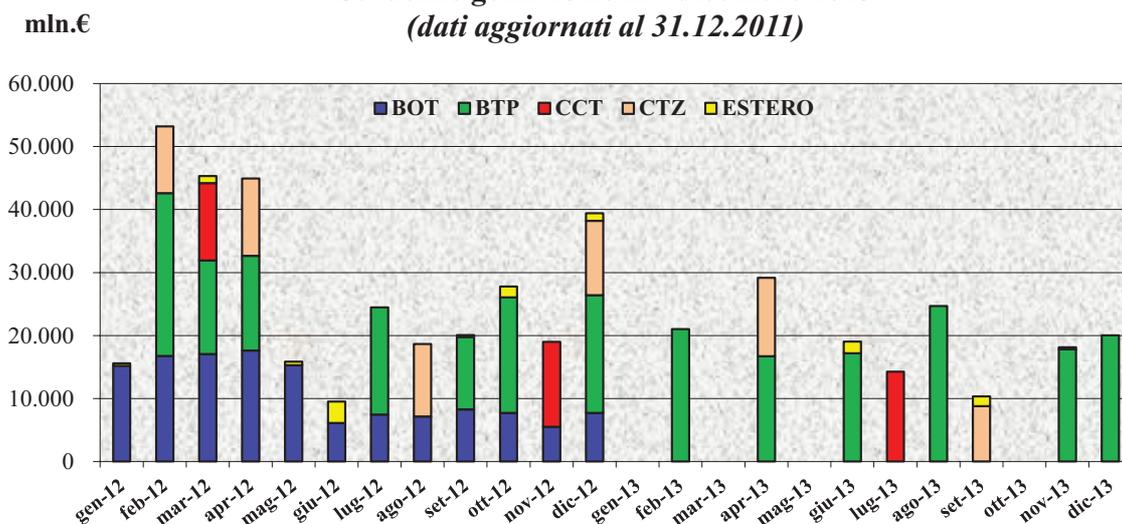
**Spread di rendimento Italia-Germania e Italia-Spagna  
Segmento a 10 anni (anni 2011-12)**



Purtroppo, tutto ciò si è prodotto in concomitanza con l'approssimarsi di un anno - il 2012 - particolarmente pesante sul fronte delle scadenze di titoli di Stato a medio-lungo termine. C'è da

dire che la gestione del debito, già a partire dal 2009, aveva cominciato prudentemente ad attrezzarsi per smussare tale criticità, riuscendo a ridurre gradualmente le emissioni dei BOT, e di conseguenza lo stock, passati da un circolante di 147.753 mld a fine 2008, ai 140.096 mld di fine 2009 e ai 130.054 mld di fine 2010. Corrispondentemente, il peso relativo di questi titoli a breve termine sullo stock complessivo dei titoli di Stato passava dal 10,71% del 2008 all'8,52% del 2010.

### Scadenze gennaio 2012 - dicembre 2013 (dati aggiornati al 31.12.2011)



Anche nel corso del 2011 si è cercato di rimanere il più possibile leggeri su questo comparto, ma le difficoltà emerse nella seconda metà dell'anno hanno naturalmente spinto a compensare la necessaria minore pressione sul lungo termine con un moderato aumento delle emissioni a breve, che ha portato lo stock di BOT a fine anno ad un leggero incremento in valori assoluti (131.693 mld). In termini relativi, però, è continuato il *trend* in discesa, dato che la percentuale sullo stock è calata all'8,3%. In questo modo, la maggiore pressione dei rimborsi sul medio-lungo termine è parzialmente compensata da minori scadenze sul breve, cosicché l'aumento delle emissioni lorde complessive nel 2012 sarà tutto sommato modesto: a fronte dei 432.378 miliardi del 2011, il Tesoro dovrà emettere quest'anno circa 450 mld, quantità inferiore al totale annualmente emesso dal 2008 al 2010.

<b>Emissioni lorde al netto dei concambi</b>					
	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
Titoli a breve termine	231.772	277.900	273.328	214.940	213.731
Titoli a medio-lungo termine	177.416	198.746	261.158	250.285	209.939
<b>Totale</b>	<b>409.188</b>	<b>476.647</b>	<b>534.485</b>	<b>465.224</b>	<b>423.670</b>

XVI LEGISLATURA — V COMMISSIONE — SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

In particolare, si è evitato di emettere BOT a 3 mesi nel quarto trimestre 2011, in modo tale che nel primo trimestre dell'anno in corso non si aggiungessero queste scadenze ai già pesanti rimborsi a medio-lungo termine del periodo febbraio-aprile. Inoltre, nell'ambito dell'attività di concambio e riacquisto di titoli sul mercato, la componente di titoli ritirati aventi naturale scadenza nel 2012 è stata significativa, come si evince dalla tabella sottostante.

### Operazioni di riduzione scadenze del 2012

Tipo operazione	Data Regolamento	Tipo titolo riacquistato	Data scadenza	Nominale riacquistato (ml.€)
Concambio ordinario	25-mag-10	BTP	01-feb-12	621,127
Concambio telematico	21-lug-10	BTP	01-mar-12	373,424
Concambio telematico	18-nov-10	BTP	01-mar-12	356,442
Concambio telematico	21-lug-10	CCT	01-mar-12	365,210
Concambio telematico	18-nov-10	CCT	01-mar-12	575,661
Concambio telematico	18-nov-10	BTP	01-lug-12	51,001
Buy-back con fondo ammortamento	15-dic-10	BTP	01-lug-12	220,0
Concambio ordinario	01-lug-10	CCT	01-nov-12	279,997
Concambio telematico	21-lug-10	CCT	01-nov-12	90,943
Concambio telematico	18-nov-10	CCT	01-nov-12	436,516
Buy-back con fondo ammortamento	15-dic-10	BTP	15-dic-12	500,0
		<b>Totale 2010</b>		<b>3.870,3</b>
			<i>di cui feb.-mar.-apr.</i>	<b>2.291,9</b>
Concambio telematico	11-feb-11	BTP	01-feb-12	529,778
Concambio telematico	08-apr-11	BTP	01-feb-12	836,859
Concambio telematico	26-set-11	BTP	01-feb-12	507,880
Concambio telematico	11-feb-11	BTP	01-mar-12	418,480
Concambio telematico	11-feb-11	CCT	01-mar-12	566,763
Concambio telematico	08-apr-11	BTP	01-mar-12	314,952
Concambio telematico	26-set-11	CCT	01-mar-12	108,609
Concambio telematico	11-feb-11	BTP	15-apr-12	229,264
Concambio telematico	08-apr-11	BTP	15-apr-12	440,576
Buy-back con fondo ammortamento	12-set-11	BTP	15-apr-12	652,0
Concambio telematico	12-dic-11	BTP	15-apr-12	414,203
		<b>Totale 2011</b>		<b>5.019,4</b>
			<i>di cui feb.-mar.-apr.</i>	<b>5.019,4</b>
<b>Totale riacquistato nel biennio</b>				<b>8.889,7</b>
				<i>di cui feb.-mar.-apr.</i> <b>7.311,2</b>

Fra le peculiarità della crisi del debito sovrano, si è osservato, già dalla metà del 2009, come non sempre le criticità sul versante della domanda si manifestino sui titoli a più lungo termine: talora le tensioni si sono accentuate più sul comparto a 1 o 2 anni che sul 10 anni, mentre a più riprese il segmento a 5 anni è risultato disallineato sulla curva dei rendimenti. Ciò si è verificato ripetutamente soprattutto quando le prospettive di soluzione della crisi greca diventavano più problematiche, facendo temere per la tenuta del sistema in un orizzonte temporale piuttosto vicino.

Andando ad analizzare lo sviluppo delle emissioni nel corso del 2011, si può constatare come si sia mantenuta la presenza praticamente su tutti i comparti nella prima metà dell'anno (l'unico titolo non emesso è stato il BTP€i a 30 anni), ed è stato anche possibile, pur se non semplice, lanciare il nuovo *benchmark* indicizzato all'inflazione a 15 anni con un collocamento sindacato, realizzato in giugno.

La situazione è si via via complicata nell'estate, con l'Italia che perdeva regolarmente terreno nei confronti della Spagna, muovendosi da un livello di tassi a 10 anni inferiori a quelli spagnoli di oltre 60 punti base a giugno ad un azzeramento di tale distanza il 5 agosto. Dal lunedì successivo la BCE ha cominciato ad intervenire con acquisti sul mercato secondario di titoli italiani e spagnoli, al fine di contenere la lievitazione dei tassi, conseguente alla delusione del mercato per l'esito del vertice del 21 luglio. Fino a tutto agosto, l'azione della BCE, aiutata anche dall'assenza di emissioni italiane, resa possibile dall'ampia disponibilità liquida generata dall'autotassazione, sembrava essere stata in grado di porre un tetto al 5% ai tassi decennali. Tuttavia, a partire da settembre il quadro riprendeva a deteriorarsi, con un allargamento dello *spread* non solo tra Italia e Germania, ma anche tra Italia e Spagna, in cui, oltre a problematiche di altra natura, hanno giocato a due fattori tecnici:

1. la sempre maggiore importanza attribuita dal mercato alle dimensioni del debito e delle singole aste (il debito italiano è circa il triplo di quello spagnolo)
2. la politica di intervento della BCE limitata solo ad alcuni settori del mercato dei titoli pubblici italiani (solo BTP nominali con durata compresa tra 2 e 10 anni), che ha creato distorsioni e illiquidità nei rimanenti comparti.

Per ovviare a tali distorsioni, il Tesoro è intervenuto in vario modo:

- a) sul fronte delle emissioni, ha intensificato l'offerta di titoli *off the run*, rimpiazzando quelli a più lunga scadenza meno richiesti dal mercato e più costosi
- b) ha reso più frequenti i concambi, nei quali ha ritirato, oltre ai titoli con scadenza breve, anche alcuni a più lungo termine nel comparto CCT e indicizzati all'inflazione
- c) analogamente, sfruttando le risorse disponibili sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato, ha effettuato un'asta di riacquisto con i medesimi criteri.

E' opportuno rilevare come la realizzazione di tali operazioni straordinarie (concambi e riacquisti) si sia rivelata meno del semplice del previsto, in quanto alcune opportunità di ritirare dal mercato titoli a condizioni eccezionalmente favorevoli per il Tesoro erano più apparenti che reali: infatti, se anche i prezzi di secondario ampiamente sotto la pari sembravano spingere a riacquistare titoli così quotati, la reale disponibilità a restituirli da chi li aveva acquistati in precedenza a prezzi più elevati risultava abbastanza limitata. Nel caso dei concambi, poi, sempre più ardua è risultata la scelta del titolo da offrire in scambio, dato che spesso le preferenze del mercato si concentravano su titoli con

un circolante già molto elevato o il cui prezzo risultava anch'esso largamente sotto la pari, rendendo l'operazione poco efficace dal punto di vista del contenimento del livello del debito.

Com'è noto, le tensioni sul mercato sono continuate nel corso dell'autunno, con gli spread BTP-Bund che hanno superato quota 400 punti base l'ultimo giorno di ottobre, hanno toccato il massimo assoluto il 9 novembre a quota 551, hanno oscillato tra i 450 e i 500 punti base fino al 2 dicembre, per poi registrare un repentino ampio progresso dal 5 al 7 dicembre (con oscillazioni tra i 366 e i 388 p.b.) e, infine gradualmente innalzarsi, a seguito della delusione del mercato per l'esito del vertice del 9 dicembre. Ad oggi le fluttuazioni sono state molto sensibili e, paradossalmente, il declassamento da parte di Standard and Poors non sembra aver influito significativamente.

Conseguenza di questa estrema volatilità è stato il deterioramento del mercato secondario, con drastico calo dei volumi negoziati, e la disaffezione di taluni investitori internazionali. Fortunatamente, la domanda è stata sostenuta dagli investitori domestici, non senza considerevoli difficoltà da parte delle banche italiane, determinate dalle richieste dell'EBA di rafforzamenti patrimoniali al fine di compensare la valorizzazione a *mark to market* dei portafogli di investimento a scadenza. Peraltro, tale richiesta ha determinato sensibili effetti anche su altre banche europee che detenevano molti BTP in portafoglio e che sono state spinte a venderne una parte.

La volatilità ha frenato l'appetito ad investire in titoli italiani e l'estremo nervosismo del mercato si è riflesso, in particolare a novembre, su una preoccupante inversione della curva dei rendimenti e su tassi decisamente elevati pagati nelle aste di quel periodo. Tuttavia, è opportuno segnalare come quella situazione sia ora sostanzialmente rientrata, come il tasso del nostro titolo a 10 anni sia ormai significativamente sotto il 7% e i tassi a breve siano, nel giro di poco più di un mese, ritornati su livelli molto più contenuti (ultima asta dei BOT annuali chiusa al 2,375%).

**Rendimento dei titoli di Stato italiani: 3, 5 e 10 anni  
(Periodo gennaio '11 - gennaio '12)**



### Problemi e prospettive per il 2012.

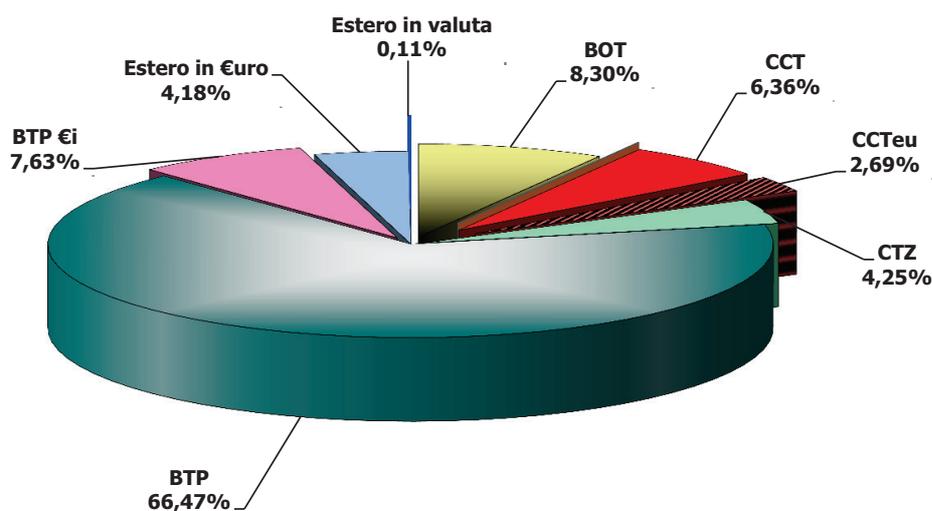
Il quadro rimane ancora molto delicato, soprattutto dopo la decisione di S&P, con effetti sulle decisioni di investimento degli operatori istituzionali ancora da approfondire e vagliare. Tuttavia, sono decisamente eccessive le preoccupazioni sulla sostenibilità del debito agli attuali tassi di interesse, soprattutto ora che la curva dei rendimenti si è in gran parte normalizzata. Non si dimentichi, poi, che negli ultimi 12 mesi il tasso di inflazione è stato significativamente superiore a quanto registrato negli anni precedenti e nel 2010 in particolare. Pertanto, anche il tasso reale, al netto dell'inflazione, è tutto sommato contenuto.

Riguardo alla strategia di emissione del 2012, rimando alle Linee guida sulla gestione del debito pubblico, dalle quali si evince una continuità di fondo con il passato, ma anche il riconoscimento dell'esigenza di mantenere maggiori spazi di flessibilità, per fronteggiare al meglio una situazione complicata.

Tra le innovazioni, segnalo, in particolare, il progetto di lanciare un nuovo titolo destinato al risparmiatore privato italiano e collocato direttamente *on line* sulla piattaforma MOT della Borsa Italiana.

Tatticamente, nei primi mesi dell'anno saranno sicuramente incrementate le emissioni a più breve termine – BOT, carta commerciale, e titoli fino a tre anni - per gestire più agevolmente il rinnovo delle scadenze.

Tuttavia, già dalla seconda metà dell'anno si dovrà necessariamente cercare di ritornare ad una più uniforme distribuzione lungo la curva dei rendimenti, per evitare che l'accorciamento della vita del debito, che a fine anno si è attestata a 7 anni (6,99, per l'esattezza) rimanga modesto e si possa riprendere quanto prima con l'ordinaria politica di consolidamento della struttura del debito.



ALLEGATO 2

**Ministero dell'Economia e delle Finanze**



DIPARTIMENTO DEL

**TESORO**

Debito Pubblico

## ***Le Emissioni del Tesoro nel 2011***

Indirizzo Internet: <http://www.dt.tesoro.it>

Per informazioni contattare: [dt.gruppo.info@tesoro.it](mailto:dt.gruppo.info@tesoro.it)

Dir. II - Uff. VIII

## *Indice*

- Composizione dei titoli di Stato all'emissione .....pag. 1
- Composizione dei titoli di Stato dopo le operazioni di swap .....pag. 1bis
- Riepilogo emissioni e rimborsi nel corso del 2011 .....pag. 2
- Riepilogo rendimenti lordi all'emissione .....pag. 3
- Riepilogo rendimento medio ponderato dei titoli di Stato emessi nel 2011 .....pag. 4
- Riepilogo operazioni per la riduzione del debito .....pag. 5
- Emissioni B.O.T. ....pag. 6 - 9
- Emissioni C.T.Z. ....pag. 10 - 11
- Emissioni B.T.P. ....pag. 12 - 26
- Emissioni B.T.P€i .....pag. 27 - 32
- Emissioni C.C.T. ....pag. 33 - 35
- Operazioni di Concambio .....pag. 36
- Emissioni Commercial Paper .....pag. 37
- Emissioni sul mercato estero .....pag. 38

## Composizione dei titoli di Stato

situazione al 31/12/2011  
(Valori nominali)

Dati in milioni di Euro

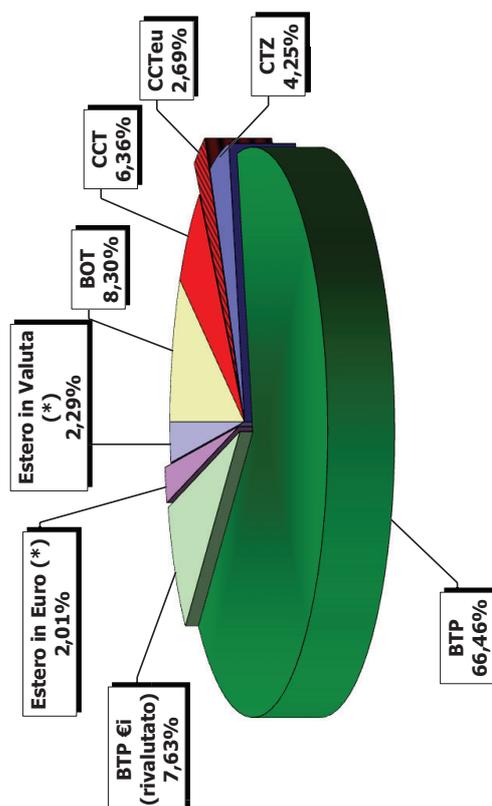
<b>BOT</b>	131.693,00
<b>CCT</b>	143.726,70
	42.734,74
<b>CTZ</b>	67.425,21
<b>BTP</b>	1.054.674,64
<b>BTP €i (rivalutato)</b>	121.110,34
<b>Estero in Euro (*)</b>	31.898,80
<i>di cui Titoli ISPA (**)</i>	9.575,77
<b>Estero in Valuta (*)</b>	36.389,87

**Totale 1.586.918,54**

**Vita media 6,98**

(\*) Estero prima delle operazioni di swap.

(\*\*) Debito contratto da Infrastrutture S.p.A.



**Composizione dei titoli di Stato**  
*situazione al 31/12/2011*  
*(Valori nominali)*

*Dati in milioni di Euro*

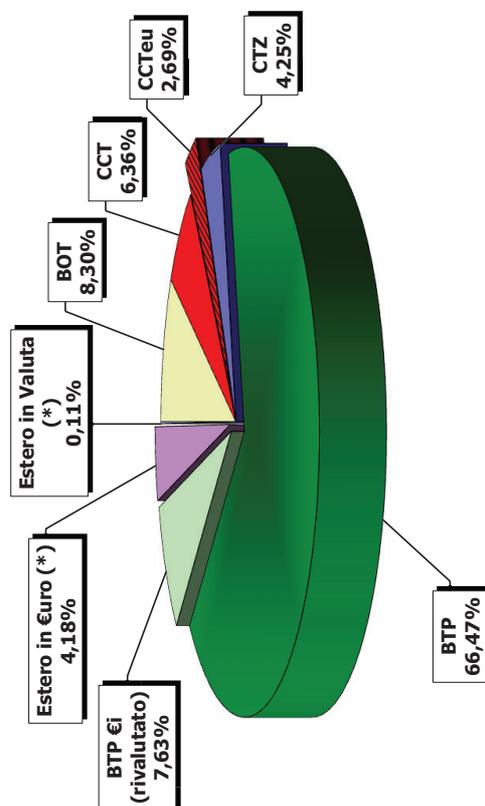
<b>BOT</b>	131.693,00
<b>CCT</b>	143.726,70
	42.734,74
<b>CTZ</b>	67.425,21
<b>BTP</b>	1.054.674,64
<b>BTP €i (rivalutato)</b>	121.110,34
<b>Estero in €uro (*)</b>	66.372,07
<i>di cui Titoli ISPA (**)</i>	9.575,77
<b>Estero in Valuta (*)</b>	1.738,93

**Totale 1.586.740,89**

**Vita media 6,99**

(\*) Estero dopo le operazioni di swap.

(\*\*) Debito contratto da Infrastrutture S.p.A.



XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**TITOLI EMESSI E RIMBORSATI NEL CORSO DEL 2011***(al valore nominale in mln. €)*

	<b>BTP</b>	<b>BTP €i</b>	<b>CCT</b>	<b>CCT eu</b>	<b>BOT</b>	<b>CTZ</b>	<b>Commercial Paper</b>	<b>ESTERO</b>	<b>TOTALE</b>
Totale emissioni lorde <i>Di cui emissioni tramite concambio</i>	155.081,20 8.708,00	15.510,49	0	20.569,10	205.813,00	32.737,30	7.918,20	3.457,49	441.086,77
<b>Emissioni lorde al netto dei concambi</b>	<b>150.470,30</b>	<b>14.490,31</b>	<b>-2.900,18</b>	<b>20.392,03</b>	<b>205.813,00</b>	<b>32.737,30</b>	<b>7.918,20</b>	<b>3.457,49</b>	<b>432.378,44</b>
Scadenze	87.785,42	0	30.047,59	0	204.173,90	37.301,00	7.918,20	6.923,28	374.149,38
Riacquisti/rimborsi anticipati/ ammortamenti	701,878	447	301	0	0	0	0	0	1.449,88
Ritirati con operazioni di concambio	4.610,90	1.020	2.900,18	177	0	0	0	0	8.708,33
<b>Totale scadenze</b>	<b>93.098,20</b>	<b>1.467</b>	<b>33.248,77</b>	<b>177,07</b>	<b>204.173,90</b>	<b>37.301,00</b>	<b>7.918,20</b>	<b>6.923,28</b>	<b>384.307,59</b>
<b>Emissioni nette omnicomprensive</b>	<b>61.983,00</b>	<b>14.043,31</b>	<b>-33.248,77</b>	<b>20.392,03</b>	<b>1.639,10</b>	<b>-4.563,70</b>	<b>0,00</b>	<b>-3.465,79</b>	<b>56.779,18</b>

Riepilogo emissioni - pag. 2

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE ANNO 2011																		
	BOT				CTZ	BTPe <i>i</i> (*)				BTP						CCT eu off the run		
	3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi		5 anni	10 anni	15 anni	off the run	3 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	vita residua tra 6 e 10 anni		vita residua tra 11 e 15 anni	
<b>GENNAIO</b>	-	1,705	-	2,937	-	-	-	-	-	3,25	-	4,80	-	-	-	-	2,92	2,80
	-	1,426	-	2,626	2,21[3,849]	-	-	-	-	-	3,67	-	5,06	-	-	-	-	-
<b>FEBBRAIO</b>	-	1,311	1,862	-	2,550	-	2,81[4,698]	-	-	3,12	-	4,73	-	-	-	-	2,55	-
	-	1,038	-	2,098	-	-	-	-	-	3,11	-	4,84	-	5,51	-	-	-	-
<b>MARZO</b>	-	1,401	-	2,451	1,66[3,764]	-	-	-	-	3,90	-	4,80	5,34	-	-	-	2,57	-
	-	-	1,980	-	-	-	-	-	-	3,24	-	4,80	-	-	4,88	-	2,33	-
<b>APRILE</b>	-	1,666	-	3,044	1,90[3,959]	2,69[4,705]	-	-	-	3,83	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	2,106	-	-	-	-	-	-	3,45	-	4,84	-	-	-	-	2,89	-
<b>MAGGIO</b>	-	1,664	-	2,851	-	2,51[4,503]	-	-	-	3,77	-	4,73	5,43	-	-	-	-	-
	-	-	2,147	-	-	-	3,12[5,117]	-	-	3,43	-	4,73	-	-	-	-	3,00	-
<b>GIUGNO</b>	-	1,998	-	3,219	-	-	-	-	-	3,68	-	4,94	-	-	-	-	3,38	3,17
	-	-	3,669	-	-	-	-	-	-	4,93	-	5,90	-	-	-	-	-	-
<b>LUGLIO</b>	-	2,281	-	4,038	-	4,07[5,688]	-	-	-	-	4,93	-	-	-	-	-	-	-
	-	-	2,958	-	-	-	-	-	-	4,80	-	5,77	-	-	-	-	4,65	4,58
<b>AGOSTO</b>	-	2,151	-	3,408	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	-	1,921	-	4,152	-	-	-	-	-	3,87	-	5,22	-	-	-	-	4,52	-
<b>SETTEMBRE</b>	1,820	3,094	-	4,511	-	-	-	4,290[5,403]	-	5,60	-	5,49	-	-	5,59	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	5,47	-	-	-	-
<b>OTTOBRE</b>	-	-	3,569	-	-	-	-	-	-	4,68	-	5,86	-	-	5,77	6,34	-	-
	1,745	3,566	-	4,628	-	4,61[5,737]	-	-	-	5,32	-	5,62	-	5,49	-	-	-	5,63
<b>NOVEMBRE</b>	-	-	6,084	-	-	-	-	-	-	4,93	-	6,06	-	-	5,81	-	-	-
	-	6,608	-	7,814	-	-	-	7,307[4,671]	-	6,29	-	7,56	-	-	-	-	-	5,59
<b>DICEMBRE</b>	-	-	5,950	-	-	-	-	-	-	7,89	-	6,47	-	-	7,28	-	-	-
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

(\*) Rendimento reale

[ ] Rendimento lordo comprensivo dell'aspettativa di inflazione al momento dell'emissione

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

Rendimento medio ponderato dei titoli emessi nel 2011		
Tipologia Titoli	Totale Importo Assegnato (mln. €)	Rendimento medio ponderato
CCTeu	15.715,46	3,05%
CCTeu off the run	4.853,65	4,36%
<b>TOTALE CCT</b>	<b>20.569,10</b>	<b>3,36%</b>
<b>CTZ 2a</b>	<b>32.734,66</b>	<b>3,61%</b>
BTP 5€i	5.833,98	3,85%
BTP 10€i	5.302,67	4,52%
BTP 15€i	3.000,00	5,12%
Btp€i off the run	1.373,84	6,26%
<b>TOTALE BTP€i</b>	<b>15.510,49</b>	<b>4,54%</b>
BTP 3a	42.602,58	4,18%
BTP 5a	38.213,98	4,68%
BTP 10a	41.428,47	5,25%
BTP 15a	7.199,92	5,35%
BTP 30a	3.464,10	5,47%
<b>TOTALE BTP on the run</b>	<b>132.909,05</b>	<b>4,75%</b>
Btp vita residua tra 6 e 10 anni	9.654,28	5,84%
Btp vita residua tra 11 e 15 anni	3.809,87	5,52%
<b>TOTALE BTP off the run</b>	<b>13.464,15</b>	<b>5,75%</b>
<b>TOTALE BTP</b>	<b>146.373,20</b>	<b>4,85%</b>
Bot Flessibili	5.500,00	1,79%
BOT 3m	7.500,00	1,51%
BOT 6m	104.148,00	2,41%
BOT 12m	88.665,00	3,17%
<b>TOTALE BOT</b>	<b>205.813,00</b>	<b>2,69%</b>
<b>TOTALE GENERALE 2011</b>	<b>421.000,44</b>	<b>3,61%</b>

In questa tavola non sono compresi gli importi assegnati tramite concambio

Rendimento medio ponderato - pag. 4

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

<b>RIEPILOGO OPERAZIONI PER LA RIDUZIONE DEL DEBITO</b> <i>(valori nominali in milioni di Euro)</i>									
<b>Data di regolamento</b>	<b>Tipologi a titolo</b>	<b>Data emissione</b>	<b>Data scadenza</b>	<b>Tasso nom. / spread</b>	<b>Riacquisti con Fondo Am.</b>	<b>Rimborsi a scadenza con Fondo Am.</b>	<b>Riacquisti extra Fondo</b>	<b>Totale</b>	
12-set-11	BTP	15-apr-07	15-apr-12	4,00%	652	-	-	652	
12-set-11	BTP€i	15-mar-07	15-set-23	2,60%	447	-	-	447	
12-set-11	CCT	01-lug-09	01-lug-16	0,15%	301	-	-	301	
<b>TOTALE</b>					<b>1.400</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1.400</b>	

Operazioni riduz.debito - pag. 5

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**EMISSIONI BOT FLESSIBILI**

<b>ASTE 2011</b>																	
Codice/trache	DATA			EMISSIONI				Rendimenti				GG.	Prezzo Medio pond.	Prezzo fiscale	Cover ratio		
	Regolamento	Godimento	Scadenza	offerti	richiesti	assegnati	semplici	composti	medio pond.	max.	min.					esclusione	Riparto
IT0004761968/2	30-set-11	15-set-11	15-dic-11	3.000	8.078	3.000	1.807	1.820	1.8080	1.8340	1.7630	2.7930	26,5140	76	99,620	99,5200	2,69
IT0004771736/1	14-ott-11	14-ott-11	27-dic-11	2.500	7.624	2.500	1.733	1.745	1.7350	1.7500	1.7100	2.7260	43,6360	74	99,645	99,6450	3,05
	<b>TOTALE 2011</b>			<b>5.500</b>	<b>15.702</b>	<b>5.500</b>											



## XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**EMISSIONI BOT**  
(valori in milioni di Euro)

ASTE 2011 data regolamento	SEMPLICE		COMPOSTO		RENDIMENTO		MINIMO		ESCLUSIONE		MEDIO POND.		GG. DURATA		PREZZO MEDIO POND.		PREZZO FISCALE		RIPARTO		COVER RATIO		
	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	3 m.	6 m.	12 m.
03-gen-11	1,698	2,067	1,705	2,067	1,71	2,073	1,69	2,048	2,69	3,063	1,698	2,067	178	367	99,167	97,936	99,17	97,936	29,62	93,70	1,55	1,63	
14-gen-11	1,421		1,426		1,440		1,408		2,414		1,421		179		99,298		99,298		29,00		1,82		
31-gen-11																							
15-feb-11	1,307	1,862	1,311	1,862	1,313	1,870	1,297	1,845	2,304	2,857	1,307	1,862	184	365	99,336	98,147	99,336	98,147	64,27	55,08	1,55	1,64	
28-feb-11																							
15-mar-11	1,396	2,098	1,038	2,098	1,040	2,108	1,023	2,080	2,390	3,094	1,396	2,098	183	366	99,295	97,912	99,295	97,912	5,29	64,58	1,61	1,43	
31-mar-11																							
15-apr-11	1,659	1,980	1,666	1,980	1,677	1,985	1,632	1,967	2,651	2,977	1,659	1,980	185	367	99,155	98,021	99,155	98,021	72,07	92,82	1,43	1,73	
29-apr-11																							
16-mag-11	1,657	2,106	1,664	2,106	1,662	2,111	1,643	2,089	2,655	3,103	1,657	2,106	183	365	99,165	97,909	99,165	97,909	92,41	4,35	1,70	1,70	
31-mag-11																							
15-giu-11	1,988	2,147	1,988	2,147	1,999	2,154	1,950	2,134	2,983	3,143	1,988	2,147	183	366	99,000	97,864	99,000	97,864	26,12	30,59	1,72	1,71	
30-giu-11																							
15-lug-11	2,269	3,670	2,281	3,669	2,295	3,900	2,249	3,550	3,261	4,583	2,269	3,670	186	367	98,841	96,394	98,841	96,394	41,03	95,10	1,56	1,55	
29-lug-11																							
15-ago-11	2,140	2,959	2,151	2,958	2,151	2,990	2,120	2,910	3,134	3,945	2,140	2,959	182	366	98,930	97,080	98,930	97,080	51,00	8,29	1,66	1,94	
31-ago-11																							
15-set-11	1,907	4,153	1,921	4,152	1,970	4,250	1,710	4,080	4,064	5,122	1,907	4,153	182	365	99,520	95,959	99,520	98,471	27,14	58,98	1,74	1,53	
30-set-11																							
14-ott-11	3,535	3,570	3,566	3,569	3,555	3,580	3,510	3,550	4,523	4,564	3,535	3,570	182	367	98,244	96,488	98,244	96,488	51,81	98,42	1,57	1,88	
31-ott-11																							
15-nov-11	6,504	6,087	6,608	6,084	6,250	6,250	6,350	5,950	7,426	6,994	6,504	6,087	183	366	96,800	94,172	96,800	94,172	34,44	33,22	1,47	1,99	
30-nov-11																							
15-dic-11	5,952	5,952	5,950	5,950	5,994	5,994	5,900	5,900	6,936	6,936	5,952	5,952	183	365	94,309	94,309	94,309	94,309	0,889			1,92	
30-dic-11																							

**BOT 2011  
RENDIMENTI COMPOSTI LORDI ALL'EMISSIONE**

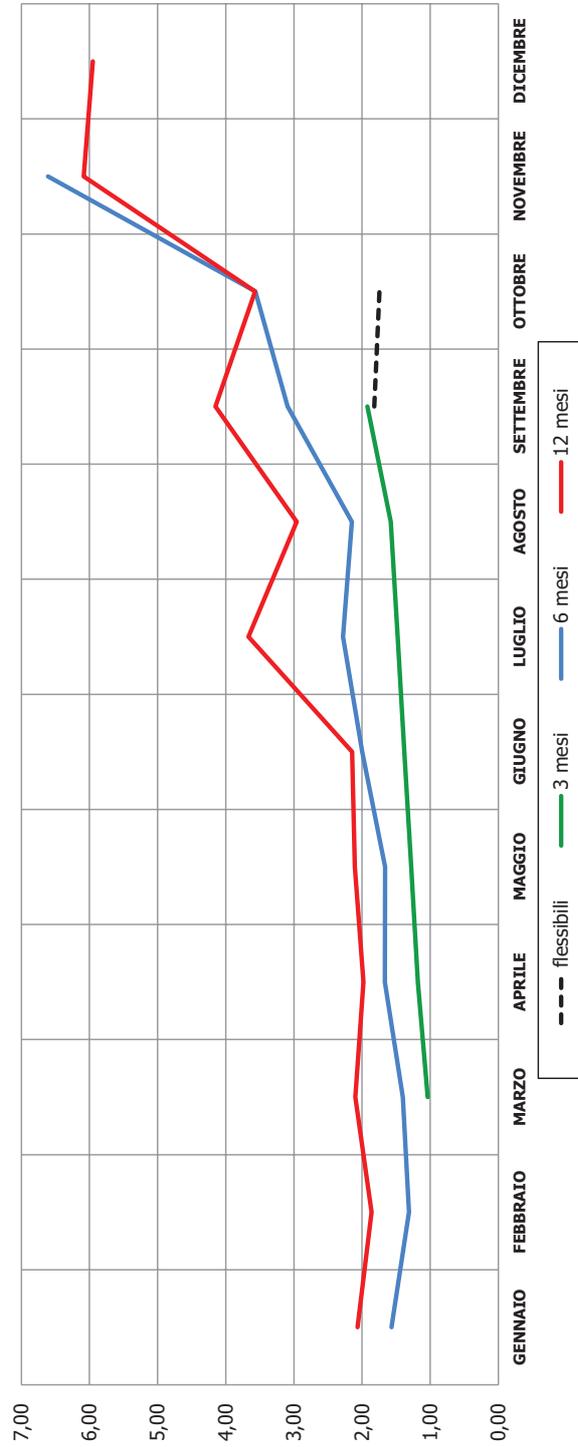


Grafico BOT - pag. 9

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

CTZ 24 MESI

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UJC TRANCHE	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGGIUDIC.	PREZZO ESCLUS.	PREZZO NETTISTI	RENDIM. LORDO	COVER RATIO
			min. €	min. €	min. €	min. €	%	%	%	%	%	%	%	%
03-1-11/31-12-12 regolati 3-01-11	29-dic-10	IT0004674369	3.500,00	4.138,89	3.500,00	3.792,27	16,609	0,20	94,390	94,390	92,640	94,390000	2,937	1,18
quota specialisti	30-dic-10	2°	875,00	517,66	517,66									
regolati 31-01-11	26-gen-11	3°	2.500,00	4.927,40	2.500,00	2.378,75	80,102	"	"	95,150	93,269	95,123771	2,626	1,97
quota specialisti	27-gen-11	4°	250,00	0	0									
regolati 28-02-11	28-feb-11	5°	2.500,00	4.207,30	2.500,00	2.386,75	12,615	"	"	95,470	93,575	95,417483	2,550	1,68
quota specialisti	01-mar-11	6°	250,00	0	0									
regolati 31-03-11	02-mar-11	7°	2.500,00	3.791,43	2.500,00	2.395,90	71,878	"	"	95,836	93,910	95,754311	2,451	1,52
quota specialisti	03-mar-11	8°	250,00	0	0									

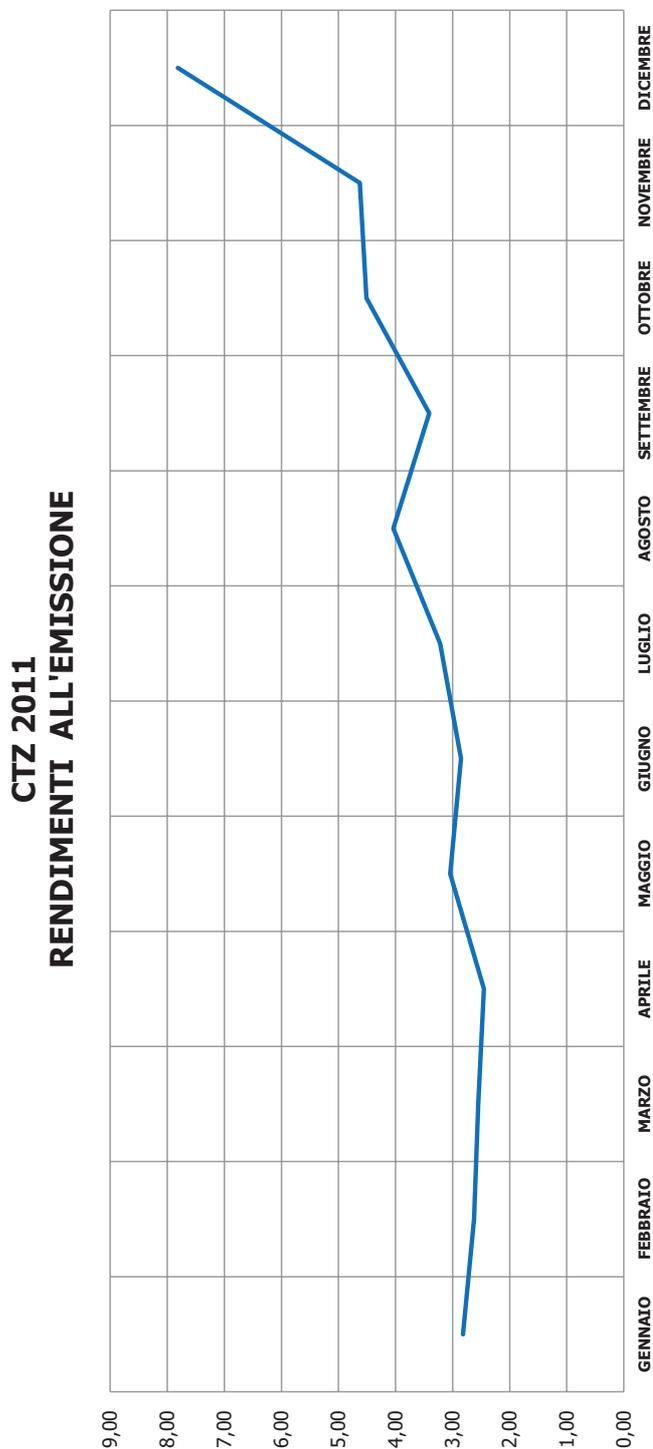
Totale min.€	12.625,00	17.582,68	11.517,658	10.953,667
di cui Totale specialisti	1.625,00	517,66	517,66	

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UJC TRANCHE	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGGIUDIC.	PREZZO ESCLUS.	PREZZO NETTISTI	RENDIM. LORDO	COVER RATIO
			min. €	min. €	min. €	min. €	%	%	%	%	%	%	%	%
29-4-11/30-4-13 regolati 29-04-11	26-apr-11	IT0004716327	3.500,00	5.109,07	3.500,00	3.759,02	56,862	0,20	94,164	94,164	92,302	94,164000	3,044	1,46
quota specialisti	27-apr-11	2°	875,00	492,00	492,00									
regolati 31-05-11	26-mag-11	3°	2.000,00	3.485,69	2.000,00	2.084,52	2,793	"	"	94,751	92,872	94,720018	2,851	1,74
quota specialisti	27-mag-11	4°	200,00	225,50	200,00									
regolati 30-06-11	27-giu-11	5°	2.500,00	4.675,95	2.500,00	2.594,63	35,618	"	"	94,350	92,538	94,289898	3,219	1,87
quota specialisti	28-giu-11	6°	250,00	1.318,35	250,00									
regolati 29-07-11	26-lug-11	7°	1.500,00	2.484,50	1.500,00	1.399,28	81,818	"	"	93,285	91,548	93,196680	4,038	1,66
quota specialisti	27-lug-11	8°	150,00	0	0									
regolati 31-08-11	26-ago-11	9°	2.000,00	3.872,00	2.000,00	1.891,40	33,077	"	"	94,570	92,749	94,449489	3,408	1,94
quota specialisti	29-ago-11	10°	200,00	0	0									

Totale min.€	13.175,00	21.663,05	12.441,997	11.728,85
di cui Totale specialisti	1.675,00	2.035,84	942,00	

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UJC TRANCHE	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGGIUDIC.	PREZZO ESCLUS.	PREZZO NETTISTI	RENDIM. LORDO	COVER RATIO
			min. €	min. €	min. €	min. €	%	%	%	%	%	%	%	%
30-9-11/30-9-13 regolati 30-09-11	27-set-11	IT0004765185	3.500,00	5.502,06	3.500,00	4.005,01	44,229	0,20	91,543	91,543	89,771	91,543000	4,511	1,57
quota specialisti	28-set-11	2°	875,00	3.026,57	875,00									
regolati 31-10-11	26-ott-11	3°	2.000,00	4.012,46	2.000,00	2.017,18	85,841	"	"	91,690	89,816	91,647041	4,628	2,01
quota specialisti	27-ott-11	4°	200,00	1.659,06	200,00									
regolati 30-11-11	25-nov-11	5°	2.000,00	3.188,50	2.000,00	1.916,20	52,927	"	"	87,100	85,890	87,015314	7,814	1,59
quota specialisti	28-nov-11	6°	200,00	1.185,00	200,00									

Totale min.€	8.775,00	18.573,65	8.775,0	7.938,39
di cui Totale specialisti	1.275,00	5.870,63	1.275,00	



**Grafico CTZ - pag. 11**

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

## BTP 3 ANNI

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-11-10/01-11-13 regolati 01-11-10	28-ott-10	IT0004653108	3.500/4.000	4.000,00	5.388,45	4.000,00	4.992,50	74,110	0,20	99,85	99,85	-	99,85000	-	2,25	2,32	1,35
quota specialisti	29-nov-10	2°	-	1.000,00	1.479,29	1.000,00											
regolati 01-12-10	29-nov-10	3°	1.500/2.500	2.500,00	3.449,60	2.500,00	2.458,75	64,585	"	"	98,35		98,34949	30	"	2,86	1,38
quota specialisti	30-nov-10	4°		250,00	0	0											
regolati 03-01-11	30-dic-10	5°	2.500/3.000	3.000,00	4.184,70	3.000,00	3.213,54	91,132	"	"	97,38		97,37892	63	"	3,25	1,39
quota specialisti	30-dic-10	6°		300,00	768,75	300,00											
regolati 01-02-11	28-gen-11	7°	2.750/3.500	3.500,00	4.896,76	3.500,00	3.764,92	49,643	"	"	97,79		97,78843	92	"	3,12	1,40
quota specialisti	31-gen-11	8°		350,00	1.187,24	350,00											
regolati 01-03-11	25-feb-11	9°	2.500/3.000	3.000,00	4.428,10	3.000,00	3.101,06	42,000	"	"	97,87		97,86795	120	"	3,11	1,48
quota specialisti	28-feb-11	10°		300,00	168,55	168,55											

Totale min.€	18.200,00	25.951,44	17.818,547	17.530,76
di cui Totale specialisti	2.200,00	3.603,83	1.818,547	-
Totale 2011	10.450,00	15.634,10	10.318,547	10.079,51

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-04-11/01-04-14 regolati 01-04-11	30-mar-11	IT0004707995	3.500/4.500	4.464,92	5.814,42	4.464,919	4.438,13	-	0,20	99,40	99,40	-	99,40000	-	3,00	3,24	1,30
quota specialisti	31-mar-11	2°	-	1.125,00	0,00	0											
regolati 02-05-11	28-apr-11	3°	2.500/3.500	3.213,60	5.064,60	3.213,60	3.522,26	-	"	"	98,84	-	98,83788	31	"	3,45	1,58
quota specialisti	29-apr-11	4°		350,00	2.393,71	350,00											
regolati 01-06-11	30-mag-11	5°	2.500/3.500	3.500,00	4.680,22	3.500,00	3.808,81	94,549	"	"	98,93	-	98,92583	61	"	3,43	1,34
quota specialisti	31-mag-11	6°		350,00	1.460,12	350,00											
regolati 01-07-11	28-giu-11	7°	1.750/2.750	2.644,16	3.663,66	2.644,155	2.870,11	-	"	"	98,32	-	98,31377	91	"	3,68	1,39
quota specialisti	30-giu-11	8°		275,00	1.876,24	275,00											

Totale min.€	15.922,67	24.952,96	14.797,67	14.639,31
di cui Totale specialisti	2.100,00	5.730,07	975,00	-

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

## BTP 3 ANNI

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO min. €	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC. %	PREZZO FISCALE %	PREZZO AGG. %	PREZZO ESCL. %	PREZZO NETTISTI %	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD. %	COVER RATIO
01-07-11/01-07-14		IT0004750409															
regolati 01-08-11	28-lug-11	1°	2.500/3.500	3.500,00	4.597,33	3.500,00	3.453,45	28,963	0,20	98,67	98,67	-	98,665298	31	4,25	4,80	1,31
quota specialisti	29-lug-11	2°	-	875,00	0	0											
regolati 01-09-11	30-ago-11	3°	2.500/3.250	2.989,94	3.933,44	2.989,94	3.074,09				101,09	-	101,080595	62		3,87	1,32
quota specialisti	31-ago-11	4°		325,00	51,00	51,00											
regolati 03-10-11	29-set-11	5°	2.500/3.500	3.136,82	4.281,32	3.136,82	3.453,00				99,03	-	99,015741	94		4,68	1,36
quota specialisti	30-set-11	6°		350,00	1.642,22	350,00											
regolati 01-11-11	28-ott-11	7°	2.250/3.250	3.083,60	4.177,10	3.083,60	3.036,42				98,47	-	98,451342	123		4,93	1,35
quota specialisti	31-ott-11	8°		325,00	0	0											

Totale min.€	14.585,36	18.682,41	13.111,359	13.016,95
di cui. Totale specialisti	1.875,00	1.693,22	401,00	-

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO min. €	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC. %	PREZZO FISCALE %	PREZZO AGG. %	PREZZO ESCL. %	PREZZO NETTISTI %	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD. %	COVER RATIO
15-11-11/15-11-14		IT0004780380															
regolati 01-12-11	29-nov-11	1°	2.500/3.500	3.500,00	4.597,33	3.500,00	4.175,94	82,837	0,20	95,45	95,45	-	95,441697	16	6,00	7,89	1,31
quota specialisti	30-nov-11	2°	-	875,00	1.503,20	875,00											

Totale min.€	4.375,00	6.100,53	4.375,00	4.175,94
di cui. Totale specialisti	875,00	1.503,20	875,00	-

## XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

## BTP 5 ANNI

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-11-10 / 01-11-15		IT0004656275															
regolati	16-11-10	1°	3.500/4.500	4.500,00	6.346,37	4.500,00	5.569,31	51,729	0,30	99,01	99,01	-	99,00898	15	3,00	3,24	1,41
quota specialisti	15-nov-10	2°	3.730/30	1.125,00	3.730,30	1.125,00											
regolati	17-01-11	3°	2.000/3.000	3.000,00	4.236,22	3.000,00	3.207,93	57,026	"	"	97,21	-	97,20478	77	"	3,67	1,41
quota specialisti	17-nov-11	4°	2.500/3.500	3.000,00	623,44	3.000,00											
regolati	16-02-11	5°	2.500/3.500	3.500,00	4.907,70	3.500,00	3.389,53	74,010	"	"	96,83	-	96,82275	107	"	3,77	1,40
quota specialisti	15-feb-11	6°	2.000/3.000	350,00	0,50	0,50											
regolati	15-03-11	7°	2.000/3.000	2.811,57	4.257,07	2.811,57	2.998,62	-	"	"	96,37	-	96,36092	134	"	3,90	1,51
quota specialisti	14-mar-11	8°		300,00	2.164,33	300,00											
			Totale min.€	15.886,57	26.265,92	15.537,07	15.165,40										
			Totale specialisti	2.075,00	6.518,57	1.725,50	-										
			Totale 2011	10.261,57	16.189,26	9.912,07	9.596,08										

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
15-04-11 / 15-04-16		IT0004712748															
regolati	18-04-11	1°	3.500/4.500	4.500,00	5.640,00	4.500,00	4.878,13	35,455	0,30	99,79	99,79	-	99,78996	3	3,75	3,83	1,25
quota specialisti	15-apr-11	2°	2.500/3.500	1.125,00	388,39	388,39											
regolati	17-05-11	3°	2.500/3.500	3.413,10	4.940,60	3.413,10	3.650,27	-	"	"	100,05	-	100,04954	32	"	3,77	1,45
quota specialisti	16-mag-11	4°	2.500/3.500	350,00	235,34	235,34											
regolati	16-06-11	5°	2.500/3.500	3.500,00	4.483,52	3.500,00	3.483,00	62,801	"	"	99,50	-	99,49911	62	"	3,90	1,28
quota specialisti	15-giu-11	6°	750/1.250	350,00	0,50	0,50											
regolati	18-07-11	7°	2.500/3.500	1.250,00	2.414,11	1.250,00	1.191,25	76,214	"	"	95,30	-	95,29865	94	"	4,93	1,93
quota specialisti	15-lug-11	8°		125,00	0	0											
regolati	24-10-11	con cambio telematico				1.585,00	1.491,72				94,12			9			
			Totale min.€	14.613,10	18.102,46	14.872,336	14.694,36										
			Totale specialisti	1.950,00	624,235	2.209,235	-										

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
15-09-11 / 15-09-16		IT0004761950															
regolati	15-09-11	9°	3.000/4.000	3.864,57	4.945,07	3.864,57	4.701,61	-	0,30	96,65	96,65	-	96,65000	-	4,75	5,60	1,28
quota specialisti	14-set-11	10°	2.500/3.500	1.000,00	3.261,75	1.000,00											
regolati	17-10-11	11°	2.500/3.500	3.500,00	4.705,10	3.500,00	3.767,23	97,678	"	"	97,85	-	97,84267	32	"	5,32	1,34
quota specialisti	14-ott-11	12°	1.500/3.000	350,00	472,56	350,00											
regolati	16-11-11	13°	1.500/3.000	3.000,00	4.406,11	3.000,00	2.820,90	83,132	"	"	94,03	-	94,01579	62	"	6,29	1,47
quota specialisti	15-nov-11	14°	2.000/3.000	300,00	0	0											
regolati	16-12-11	13°	2.000/3.000	3.000,00	4.251,60	3.000,00	3.084,18	33,594	"	"	93,46	-	93,43891	92	"	6,47	1,42
quota specialisti	16-dic-11	14°		300,00	577,08	300,00											
			Totale min.€	15.314,57	22.619,28	15.014,57	14.375,92										
			Totale specialisti	1.950,00	4.311,39	1.650,00	-										

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

BTP 10 ANNI

EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTIMI GG.	CEDEOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-09-10/01-03-21	30-ago-10	IT0004634132	4.000 / 5.500	5.000,00	6.686,07	5.000,00	6.239,38	82,390	0,40	99,83	99,83	-	99,830000	-	3,75	3,81	1,34
resolati	01-09-10			1.250,00	3.852,44	1.250,00		45,970	"	"	99,00	-	98,99834	30	"	3,90	1,48
quota specialisti	29-set-10		2.000 / 3.000	3.000,00	4.444,02	3.000,00	3.267,00		"	"							
resolati	01-10-10			300,00	1.967,34	300,00		37,746	"	"	99,12	-	99,119662	61	"	3,89	1,42
quota specialisti	30-set-10		2.750 / 3.250	3.250,00	4.600,29	3.250,00	3.543,54		"	"							
resolati	01-11-10			325,00	471,95	325,00			"	"	94,79	-	94,789496	91	"	4,43	1,27
quota specialisti	29-ott-10		2.000 / 3.000	2.998,04	3.815,54	2.998,04	2.841,84		"	"							
resolati	01-12-10			300,00	0	300,00		15,153	"	"	92,09	-	92,089313	124	"	4,80	1,29
quota specialisti	30-nov-10		2.500 / 3.000	3.000,00	3.864,38	3.000,00	3.038,97		"	"							
resolati	03-01-11			300,00	491,79	300,00		88,088	"	"	92,66	-	92,659152	153	"	4,73	1,45
quota specialisti	30-dic-10		2.500 / 3.250	3.250,00	4.724,48	3.250,00	3.312,60		"	"							
resolati	01-02-11			325,00	2.402,95	325,00			"	"							
quota specialisti	31-gen-11																

Totale min.€	23.298,04	37.321,23	22.998,04	22.243,32
di cui Totale specialisti	2.915,90	9.569,51	2.615,80	-
Totale 2011	6.875,00	11.483,59	6.875,00	6.351,57

EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTIMI GG.	CEDEOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-03-11/01-09-21	25-feb-11	IT0004695075	4.000 / 5.500	5.000,00	6.500,00	5.000,00	6.132,33	83,600	0,40	99,73	99,73	-	99,730000	-	4,75	4,84	1,30
resolati	01-03-11			1.250,00	1.148,94	1.148,94		89,388	"	"	100,08	-	100,079727	31	"	4,80	1,50
quota specialisti	28-feb-11		2.500 / 3.250	3.250,00	4.874,90	3.250,00	3.252,60		"	"							
resolati	01-04-11			325,00	0	0			"	"	99,71	-	99,709455	62	"	4,84	1,41
quota specialisti	31-mar-11		2.500 / 3.500	3.354,20	4.742,70	3.354,20	3.693,46		"	"							
resolati	02-05-11			350,00	2.432,95	350,00			"	"	100,58	-	100,579191	92	"	4,73	1,50
quota specialisti	29-apr-11		2.000 / 3.000	2.950,95	4.838,95	2.950,95	3.269,80		"	"							
resolati	01-06-11			300,00	560,69	300,00		44,176	"	"	98,96	-	98,958927	122	"	4,94	1,33
quota specialisti	31-mag-11		2.000 / 3.000	3.000,00	4.001,15	3.000,00	3.265,68		"	"							
resolati	01-07-11			300,00	1.938,56	300,00			"	"	92,85	-	92,848654	153	"	5,77	1,38
quota specialisti	30-giu-11		2.000 / 3.000	2.696,20	3.711,20	2.696,20	2.503,42		"	"							
resolati	01-08-11			300,00	0	0			"	"	92,95	-	92,947977	46	"	5,77	1,48
quota specialisti	29-lug-11		1.500/3.000	1.158,00	1.713,50	1.158,00	1.184,00		"	"							
resolati	17-10-11			115,80	382,05	115,80			"	"							
quota specialisti	14-ott-11																

Totale min.€	24.350,15	36.445,57	23.624,084	23.301,29
di cui Totale specialisti	2.940,80	6.463,18	2.214,737	-

EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTIMI GG.	CEDEOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-09-11/01-03-22	30-ago-11	IT0004759673	3.000 / 3.750	3.750,00	4.759,04	3.750,00	3.704,11	39,654	0,40	98,75	98,75	-	98,750000	-	5,00	5,22	1,27
resolati	01-09-11			937,00	1,00	1,00			"	"							
quota specialisti	31-ago-11		1.500/2.500	2.472,58	3.398,08	2.472,58	2.558,95		"	"	93,99	-	93,986696	32	"	5,86	1,37
resolati	03-10-11			250,00	1.216,41	250,00			"	"							
quota specialisti	30-set-11		2.000 / 3.000	2.979,60	3.792,60	2.979,60	2.759,11		"	"	92,60	-	92,597514	61	"	6,06	1,27
resolati	01-11-11			300,00	0	0			"	"							
quota specialisti	31-ott-11		1.500/2.500	2.500,00	3.338,00	2.500,00	2.277,28		"	"	82,81	-	82,806291	91	"	7,56	1,34
resolati	01-12-11			250,00	1.034,50	250,00			"	"							
quota specialisti	30-nov-11																

Totale min.€	13.439,18	17.559,63	12.203,182	11.299,45
di cui Totale specialisti	4.737,00	4.255,24	504,00	-

XVI LEGISLATURA — V COMMISSIONE — SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

## BTP 15 ANNI

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	COD. UIC TRANCHE	DATA ASTA	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIS. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-09-10/01-03-26	IT0004644735																
regolati 29-09-10	1° (§)	22-set-10		6.000,00	6.000,00	9.959,36	6.000,00	6.004,20	-	0,4	100,000	100,070			4,50	4,543	1,66
regolati 16-11-10	2°	12-nov-10	1.500/2.250	2.250,00	2.925,71	2.250,00	2.250,00	2.408,18	15,588	"	"	97,30	97,3000000	76	"	4,81	1,30
quota specialisti 15-nov-10	3°	15-nov-10		225,00	1.366,32	1.366,32	225,00										
regolati 17-01-11	4°	13-gen-11	2.000/3.000	3.000,00	4.260,00	4.260,00	3.000,00	3.126,75	23,448	"	"	94,75	94,7500000	138	"	5,06	1,42
quota specialisti 14-gen-11	5°	14-gen-11		300,00	2.300,72	2.300,72	300,00										
regolati 15-03-11	6°	11-mar-11	1.000/2.000	1.984,12	2.640,12	2.640,12	1.984,12	2.010,49	-	"	"	92,05	92,0500000	14	"	5,34	1,33
quota specialisti 14-mar-11	7°	14-mar-11		200,00	1.647,39	1.647,39	200,00										
regolati 18-07-11	8°	14-lug-11	750/1.750	1.715,80	2.552,30	2.552,30	1.715,80	1.495,66	-	"	"	87,17	87,1700000	139	"	5,90	1,49
quota specialisti 15-lug-11	9°	15-lug-11		175,00	0	0	0										

Totale min. €	15.849,92	27.651,91	15.674,923	15.045,27
di cui Totale specialisti	6.900,00	15.273,78	6.725,00	-
Totale 2011	7.374,92	13.400,53	7.199,92	6.632,90

(§) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Banca IMI SpA, Citigroup Global Markets Ltd, Deutsche Bank A.G., Nomura Int. PLC e Royal Bank of Scotland PLC.

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

## BTP 30 ANNI

EMISS./SCAD./REGOL.	DATE	COD. UIC	OFFERTI	OFFERTI	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG.	PREZZO	PREZZO	PREZZO	PREZZO	DIETIMI	CEDOLA	REND.	COVER
	DATA	TRANCHE	MIN/MAX	min. €	min. €	min. €	min. €	min. €	%	%	ESCL.	AGG.	NETTISTI	GG.	(annuale)	LORD.	RATIO	
	ASTA									COLLOC.	FISCALE	%	%		%	%	%	
01-09-09/01-09-40		IT0004532559																
regolati 16-09-09	09-set-09	1° (*)		6.000,00	9.600,00	6.000,00	6.000,00	5.891,16	-	0,29	98,186	98,186	-	-	-	5,00	5,182	1,60
regolati 16-10-09	14-ott-09	2°	1.000 / 1.500	1.500,00	2.059,85	1.500,00	1.500,00	1.518,75	92,310	0,40	"	101,25	-	101,249099	45	"	4,98	1,37
quota specialisti	15-ott-09	3°		150,00	0	0	0											
regolati 15-01-10	13-gen-10	4°	3.000/3.750	3.580,05	4.623,93	3.580,05	3.580,05	3.708,68	-	"	"	102,42	-	102,417277	136	"	4,91	1,29
quota specialisti	14-gen-10	5°		375,00	41,00	41,00	41,00											
regolati 16-03-10	12-mar-10	6°	1.000 / 1.500	1.500,00	2.372,64	1.500,00	1.500,00	1.551,45	32,310	"	"	103,43	-	103,426075	15	"	4,84	1,58
quota specialisti	15-mar-10	7°		150,00	0	0	0											
regolati 16-07-10	14-lug-10	8°	1.250/1.750	1.727,66	2.330,01	1.727,66	1.727,66	1.721,79	-	"	"	99,66	-	99,653632	137	"	5,08	1,35
quota specialisti	15-lug-10	9°		175,00	0	0	0											
regolati 15-09-10	13-set-10	10°	1.500/2.000	2.000,00	3.461,00	2.000,00	2.000,00	2.289,32	72,778	"	"	104,06	-	104,052410	14	"	4,80	1,73
quota specialisti	14-set-10	11°		200,00	794,05	200,00	200,00											
regolati 16-02-11	14-feb-11	12°	1.250/1.750	1.676,10	3.454,10	1.676,10	1.676,10	1.568,49	-	"	"	93,58	-	93,569326	168	"	5,51	2,06
quota specialisti	15-feb-11	13°		175,00	0	0	0											
regolati 17-05-11	13-mag-11	14°	1.000 / 1.750	1.750,00	2.255,91	1.750,00	1.750,00	1.694,13	56,473	"	"	94,75	-	94,737524	77	"	5,43	1,29
quota specialisti	16-mag-11	15°		175,00	38,00	38,00	38,00											

<b>Totale min.€</b>	<b>21.133,82</b>	<b>31.030,49</b>	<b>20.012,82</b>	<b>19.943,77</b>
<i>di cui</i> <b>Totale specialisti</b>	<b>7.400,00</b>	<b>10.473,05</b>	<b>6.279,00</b>	<b>-</b>
<b>Totale 2011</b>	<b>3.776,10</b>	<b>5.748,01</b>	<b>3.464,10</b>	<b>3.262,62</b>

(\*) Collocato tramite sindacato, Lead Managers: Calyon - Corp. Inv. Bank, Credit Suisse Securities (Europe) Ltd, ING Bank N.V., JP Morgan Securities Ltd, Uffirecredit (HVB)

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURE BTP  
off-the-run**

**BTP 10 anni (vita residua 6 anni)**

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHES	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIS. COLLOC.	PREZZO EMISSIONE %	PREZZO AGG. %	PREZZO ESCL. %	PREZZO NETTISTI %	DIETTIMI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD. %	COVER RATIO %
01-08-06/01-02-17		IT0004164775															
regolati	02-01-07	1°		4.000,00	5.937,00	4.000,00	4.163,82	25,000	0,40	98,95	98,95	97,116	98,944732	154	4,00	4,17	1,48
quota specialisti	28-dic-06	2°		1.000,00	208,00	208,00											
regolati	01-02-07	3°		3.500,00	4.668,00	3.500,00	3.428,95	25,892	"	"	97,97	96,126	97,963706	0	"	4,29	1,33
quota specialisti	31-gen-07	4°		350,00	0	0											
regolati	01-03-07	5°		2.500,00	3.873,00	2.500,00	2.727,45	21,000	"	"	99,18	97,353	99,172748	28	"	4,14	1,55
quota specialisti	28-feb-07	6°		250,00	490,00	250,00											
regolati	02-04-07	7°		2.500,00	3.596,00	2.500,00	2.709,85	33,056	"	"	98,54	96,687	98,531654	60	"	4,22	1,44
quota specialisti	30-mar-07	8°		250,00	900,00	250,00											
regolati	02-05-07	9°		3.000,00	4.514,00	3.000,00	3.213,54	39,017	"	"	97,38	95,517	97,370627	90	"	4,37	1,50
quota specialisti	27-apr-07	10°		300,00	1.715,00	300,00											
regolati	01-06-07	11°		3.000,00	4.343,00	3.000,00	2.890,80	34,080	"	"	96,36	94,488	96,349601	120	"	4,51	1,45
quota specialisti	31-mag-07	12°		300,00	0	0											
regolati	02-07-07	13°		2.000,00	3.045,00	2.000,00	2.083,18	52,105	"	"	94,69	92,809	94,678541	151	"	4,74	1,52
quota specialisti	28-giu-07	14°		200,00	2.145,00	200,00											
regolati	15-06-10	15°		2.000/3.000	1.738,50	1.738,50	1.811,52	53,950	0,30		104,20	-	104,151632	134	"	3,32	1,79
quota specialisti	14-giu-10	16°		173,85	0	0											
regolati	18-07-11	20°		1.500/2.000	763,40	763,40	731,34	32,436	"	"	95,80	-	95,738018	167	"	4,93	2,29
quota specialisti	15-lug-11	21°		76,34	0	0											

Totale min. Euro	25.902,09	40.291,77	24.209,90	23.760,44
di cui Totale specialisti	2.900,19	5.458,00	1.208,00	-
Totale 2011	839,74	1.747,31	763,40	731,34

## XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

RIAPERTURE BTP  
off-the-run

## BTP 10 anni (vita residua 7 anni)

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UTC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO min. €	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC. %	PREZZO EMISSIONE %	PREZZO AGG. %	PREZZO ESCL. %	PREZZO NETTISTI %	DIETTAMI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD. %	COVER RATIO %
01-02-08/01-08-18		IT0004361041															
regolati	02-05-08	1°		4.000,00	5.200,00	4.000,00	4.959,50	7,553	0,40	99,19	99,19	97,367	99,187597	91	4,50	4,65	1,30
quota specialisti	30-apr-08	2°		1.000,00	4.973,00	1.000,00											
regolati	02-06-08	3°		3.000,00	4.257,00	3.000,00	3.220,14	83,681	"	"	97,58	95,717	97,576778	122	"	4,86	1,42
quota specialisti	30-mag-08	4°		300,00	1.043,00	300,00											
regolati	01-07-08	5°		2.500,00	3.625,00	2.500,00	2.397,50	28,095	"	"	95,90	94,095	95,996012	151	"	5,08	1,45
quota specialisti	27-giu-08	6°		250,00	0	0											
regolati	01-08-08	7°		3.000,00	3.912,00	3.000,00	3.185,49	24,857	"	"	96,53	94,712	96,525194	0	"	5,00	1,30
quota specialisti	31-lug-08	8°		300,00	2.231,00	300,00											
regolati	01-09-08	9°		2.500,00	3.741,00	2.500,00	2.705,18	85,480	"	"	98,37	96,574	98,364375	31	"	4,76	1,50
quota specialisti	28-ago-08	10°		250,00	595,00	250,00											
regolati	01-10-08	11°		2.500,00	2.926,00	2.500,00	2.667,78	78,402	"	"	97,01	95,719	97,003583	61	"	4,95	1,17
quota specialisti	30-set-08	12°		250,00	1.970,10	250,00											
regolati	08-04-11	con cambio telematico		2.708,00	2.708,00	2.708,00	2.737,25	-	-	-	101,08	-	-	66	"	-	-
regolati	15-09-11	13°	0/3.000	687,50	1.107,50	687,50	712,92	-	0,30	"	94,27	-	94,235088	45	"	5,59	1,61
quota specialisti	14-set-11	14°		68,75	600,32	68,75											
regolati	17-10-11	15°	1.500/3.000	588,00	1.167,00	588,00	609,16	-	"	"	94,18	-	94,144243	77	"	5,62	1,98
quota specialisti	14-ott-11	16°		58,80	272,62	58,80											

Totale min. €uro	23.961,05	40.328,54	23.711,05	23.194,90
di cui Totale specialisti	2.477,55	11.685,04	2.227,55	-
Totale 2011	4.111,05	5.855,44	4.111,05	4.059,32

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURE BTP  
off-the-run**

**BTP 10 anni (vita residua 8 anni)**

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO mln. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTAMI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD.	COVER RATIO
01-03-09/01-09-19		IT0004489610															
regolati 04-05-09	29-apr-09	1°	4.000 / 5.500	5.500,00	7.606,96	5.500,00	6.820,00	39,174	0,40	98,20	99,20	-	99,198332	64	4,25	4,39	1,38
quota specialisti	30-apr-09	2°		1.375,00	2.222,72	1.375,00											
regolati 01-06-09	28-mag-09	3°	3.500 / 4.500	4.500,00	6.027,34	4.500,00	4.832,19	53,316	"	"	97,62	-	97,617602	92	"	4,59	1,34
quota specialisti	29-mag-09	4°		450,00	675,19	450,00											
regolati 01-07-09	26-giu-09	5°	2.000 / 2.500	2.500,00	3.776,88	2.500,00	2.705,73	98,527	"	"	98,39	-	98,386820	122	"	4,50	1,51
quota specialisti	29-giu-09	6°		250,00	1.815,41	250,00											
regolati 03-08-09	30-lug-09	7°	2.500 / 3.500	3.500,00	4.721,42	3.500,00	3.869,64	27,023	"	"	100,51	-	100,505959	155	"	4,23	1,35
quota specialisti	31-lug-09	8°		350,00	2.198,87	350,00											
regolati 01-09-09	28-ago-09	9°	2.500 / 3.500	3.500,00	4.723,62	3.500,00	3.932,78	52,124	"	"	102,15	-	102,145203	0	"	4,03	1,35
quota specialisti	31-ago-09	10°		350,00	820,42	350,00											
regolati 01-11-11	28-ott-11	11°	500/1,250	870,88	1.408,50	870,88	790,23	-	"	"	90,74	-	90,714583	61	"	5,81	1,62
quota specialisti	31-ott-11	12°		125,00	0	0											

<b>Totale mln.€</b>	<b>23.270,88</b>	<b>35.997,33</b>	<b>23.145,875</b>	<b>22.950,56</b>
di cui Totale specialisti	2.900,00	7.732,60	2.775,00	-
Totale 2011	995,88	1.408,50	870,875	790,232

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURE BTP  
off-the-run**

**BTP 15 anni (vita residua 9 anni)**

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UTC TRANCHES	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROWVG. COLLOC.	PREZZO EMISSIONE %	PREZZO AGG. %	PREZZO ESCL. %	PREZZO NETTISTI %	DIETTIVI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD. %	COVER RATIO %
01-02-04/01-02-20		IT0003644769															
regolati 24-03-04	-	1° (S)		8.000,00	14.700,00	8.000,00	7.973,52	-	-	99,669	99,669	-	-	-	4,50	4,579	1,84
regolati 15-07-04	13-lug-04	2°		2.500,00	3.533,00	2.500,00	2.456,15	51,242	0,40	"	97,66	95,833	97,658832	165	"	4,76	1,41
quota specialisti	14-lug-04	3°		250,00	15,00	15,00				"							
regolati 17-01-05	13-gen-05	4°		3.000,00	4.901,00	3.000,00	3.498,33	78,892	"	"	106,01	104,073	106,007515	169	"	4,00	1,63
quota specialisti	14-gen-05	5°		300,00	1.635,00	300,00				"							
regolati 17-02-05	15-feb-05	6°		2.000,00	3.858,00	2.000,00	2.160,80	29,794	"	"	108,04	106,120	108,037295	16	"	3,82	1,93
quota specialisti	16-feb-05	7°		200,00	0	0				"							
regolati 18-04-05	14-apr-05	8°		2.000,00	3.814,00	2.000,00	2.268,76	75,607	"	"	106,74	104,812	106,736871	76	"	3,93	1,91
quota specialisti	15-apr-05	9°		200,00	125,50	125,50				"							
regolati 15-07-05	13-lug-05	10°		1.500,00	2.510,00	1.500,00	1.634,10	25,968	"	"	108,94	107,020	108,936248	164	"	3,73	1,67
quota specialisti	14-lug-05	11°		150,00	0	0				"							
regolati 15-09-05	13-set-05	12°		1.500,00	3.068,00	1.500,00	1.824,57	73,820	"	"	110,58	108,622	110,575809	45	"	3,58	2,05
quota specialisti	14-set-05	13°		150,00	1.155,00	150,00				"							
regolati 15-09-11	13-set-11	14°	0/3.000	739,50	1.211,00	739,50	763,75	-	"	"	93,89	-	93,870297	45	"	5,49	1,64
quota specialisti	14-set-11	15°		73,95	587,31	73,95				"							

<b>Totale min. €uro</b>	<b>22.563,45</b>	<b>41.113,81</b>	<b>21.903,95</b>	<b>22.579,98</b>
<b>di cui Totale specialisti</b>	<b>9.323,95</b>	<b>18.218,81</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>Totale 2011</b>	<b>813,45</b>	<b>1.798,31</b>	<b>813,450</b>	<b>763,748</b>

(S) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Credit Suisse First Boston, J.P. Morgan Securities, Merrill Lynch International, Morgan Stanley e MPS Finance.

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURE BTP  
off-the-run**

**BTP 10 anni (vita residua 9 anni)**

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTAMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-03-10/01-09-20		IT0004594930															
regolati 01-04-10	30-mar-10	1°	4.000 / 5.500	5.000,00	6.322,34	5.000,00	6.293,75	30,375	0,40	100,00	100,70	-	100,700000	31	4,00	3,96	1,26
quota specialisti	31-mar-10	2°		1.250,00	3.465,94	1.250,00											
regolati 03-05-10	29-apr-10	3°	2.500/3.500	3.500,00	4.879,83	3.500,00	3.835,37	77,749	"	"	99,62	-	99,620000	63	"	4,09	1,39
quota specialisti	30-apr-10	4°		350,00	2.067,26	350,00											
regolati 01-06-10	28-mag-10	5°	2.500/4.000	3.877,42	5.497,92	3.877,424	4.102,14	-	"	"	99,75	-	99,750000	92	"	4,07	1,42
quota specialisti	31-mag-10	6°		400,00	235,00	235,00											
regolati 01-07-10	28-giu-10	7°	2.500/3.500	3.500,00	4.538,46	3.500,00	3.833,06	-	"	"	99,56	-	99,560000	122	"	4,09	1,30
quota specialisti	30-giu-10	8°		350,00	1.797,87	350,00											
regolati 02-08-10	29-lug-10	9°	2.500/3.500	3.500,00	4.642,32	3.500,00	3.886,96	90,587	"	"	100,96	-	100,960000	154	"	3,92	1,33
quota specialisti	30-lug-10	10°		350,00	473,97	350,00											
regolati 15-09-11	13-set-11	11°	0/3.000	1.192,00	1.770,50	1.192,00	1.182,70	-	"	"	90,20	-	90,200000	14	"	5,47	1,49
quota specialisti	14-set-11	12°		119,20	819,45	119,20											
regolati 01-12-11	29-nov-11	13°	1.000/2.000	1.498,50	2.305,00	1.498,50	1.354,72	-	"	"	79,76	-	79,760000	91	"	7,28	1,54
quota specialisti	30-nov-11	14°		200,00	926,50	200,00											

<b>Totale mln. Euro</b>	<b>25.087,12</b>	<b>39.742,36</b>	<b>24.922,124</b>	<b>24.488,71</b>
di cui Totale specialisti	3.019,20	9.785,98	2.854,2	-
<b>Totale 2011</b>	<b>3.009,70</b>	<b>5.821,45</b>	<b>3.009,70</b>	<b>2.537,43</b>

BTP off-the-run 5- pag. 22

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

RIAPERTURE BTP  
off-the-run

## BTP 15 anni (vita residua 10 anni)

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHES	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	PROVWIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETTIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
			mln. €	mln. €	mln. €	mln. €	mln. €	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
01-02-06/01-08-21		IT0004009673															
regolati 01-02-06	-	1° (§)		5.000,00	9.000,00	5.000,00	4.913,00	-	0,175	98,260	98,260	-	-	0	3,75	3,938	1,80
regolati 15-03-06	13-mar-06	2°		2.000,00	3.543,00	2.000,00	2.116,84	71,025	0,40	"	96,22	94,340	96,218386	42	"	4,12	1,77
quota specialisti		3°		200,00	1.152,00	200,00											
regolati 18-04-06	12-apr-06	4°		2.000,00	3.882,00	2.000,00	1.877,20	98,250	"	"	93,86	91,982	93,857080	76	"	4,34	1,94
quota specialisti		5°		200,00	0	0											
regolati 16-06-06	14-giu-06	6°		2.000,00	3.527,00	2.000,00	1.870,40	58,263	"	"	93,52	91,595	93,514812	135	"	4,38	1,76
quota specialisti		7°		200,00	0	0											
regolati 08-12-06	30-nov-06	con cambio telematico				1.415,50	1.371,72				96,91			126	"		
regolati 16-02-07	14-feb-07	8°		2.500,00	3.924,00	2.500,00	2.567,95	28,000	"	"	93,38	91,541	93,365398	15	"	4,42	1,57
quota specialisti		9°		250,00	1.890,00	250,00											
regolati 16-03-07	14-mar-07	10°		2.500,00	3.795,00	2.500,00	2.381,50	77,000	"	"	95,26	93,397	95,244322	43	"	4,23	1,52
quota specialisti		11°		250,00	0	0											
regolati 17-05-07	15-mag-07	12°		2.500,00	3.937,00	2.500,00	2.292,71	51,400	"	"	91,69	89,805	91,671939	105	"	4,60	1,57
quota specialisti		13°		250,00	0,50	0,50											
regolati 17-02-09	13-feb-09	14°	1,000/2,000	800,00	1.471,00	800,00	796,40	-	"	"	90,50	-	90,457269	16	"	4,83	1,84
quota specialisti		15°		80,00	83,84	80,00											
regolati 15-06-09	11-giu-09	16°	750/1,500	1.330,83	2.288,33	1.330,83	1.338,96	-	"	"	90,42	-	90,372734	134	"	4,86	1,72
quota specialisti		17°		150,00	995,70	150,00											
regolati 17-11-09	13-nov-09	18°	1,500/2,000	2.000,00	3.188,04	2.000,00	1.954,40	11,844	"	"	97,72		97,666778	108	"	4,03	1,59
quota specialisti		19°		200,00	0	0											
regolati 16-02-10	12-feb-10	20°	1,000/2,000	1.701,50	2.828,00	1.701,50	1.858,71	-	"	"	97,75	-	97,693281	15	"	4,04	1,66
quota specialisti		21°		200,00	245,27	200,00											
regolati 03-10-11	29-set-11	22°	1,000/2,000	1.320,00	2.090,50	1.320,00	1.328,63	-	"	"	87,41	-	87,330455	63	"	5,49	1,58
quota specialisti		23°		200,00	904,34	200,00											

Totale circolante (mln. Euro)	27.832,33	48.745,51	28.148,33	26.668,43
di cui: Totale specialisti	6.980,00	13.367,31	7.296,00	-
Totale 2011	1.520,00	2.994,84	1.520,00	1.328,63

(S) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Credit Suisse, HSBC, ING, MPS Finance e Société Générale

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURE BTP  
off-the-run**

**BTP 15 anni (vita residua 12 anni)**

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO min. €	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVWIG. COLLOC. %	PREZZO FISCALE %	PREZZO AGG. %	PREZZO ESCL. %	PREZZO NETTISTI %	DIETTAMI GG.	CEDOLA (annuale) %	REND. LORD. %	COVER RATIO %
01-02-08/01-08-23		IT0004356843																
regolati 16-04-08	09-apr-08	1° (§)		4.000,00	4.000,00	4.000,00	4.000,00	3.965,40	-	0,175	99,135	99,135	-	-	75	4,75	4,888	1,00
regolati 16-06-08	12-giu-08	2°		2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	1.933,74	64,706	0,40	"	94,62	92,837	94,617402	136	"	5,34	1,44
<b>quota specialisti</b>	13-giu-08	3°		200,00	200,00	43,69	43,69											
regolati 16-07-08	14-lug-08	4°		1.500,00	2.252,00	1.500,00	1.500,00	1.577,73	29,126	"	"	95,62	93,833	95,616829	166	"	5,24	1,50
<b>quota specialisti</b>	15-lug-08	5°		150,00	853,00	150,00	150,00											
regolati 16-12-08	12-dic-08	6°		1.402,81	2.394,06	1.402,81	1.402,81	1.372,64	-	"	"	97,85	-	97,843906	137	"	5,02	1,71
<b>quota specialisti</b>	15-dic-08	7°		150,00	0	0	0											
regolati 17-02-09	13-feb-09	8°	1.500/2.500	2.182,06	2.182,06	2.182,06	2.182,06	2.265,06	-	"	"	97,35	-	97,342703	16	"	5,07	1,31
<b>quota specialisti</b>	16-feb-09	9°		250,00	144,66	144,66	144,66											
regolati 15-04-09	09-apr-09	10°	2.000/3.000	3.000,00	3.697,29	2.891,29	3.000,00	3.164,80	-	"	"	99,17	-	99,161614	73	"	4,89	1,23
<b>quota specialisti</b>	14-apr-09	11°		300,00	1.084,81	300,00	300,00											
regolati 15-06-09	11-giu-09	12°	1.500/2.250	2.250,00	3.307,49	2.250,00	2.250,00	2.404,46	81,369	"	"	97,15	-	97,140448	134	"	5,10	1,47
<b>quota specialisti</b>	12-giu-09	13°		225,00	1.071,80	225,00	225,00											
regolati 16-07-10	14-lug-10	14°	1.000/2.000	1.755,50	2.649,00	1.755,50	1.755,50	1.819,22	-	"	"	103,63	-	103,612883	165	"	4,43	1,51
<b>quota specialisti</b>	15-lug-10	15°		200,00	0	0	0											
regolati 18-10-10	14-ott-10	16°	1.000/2.000	845,57	2.113,07	845,57	845,57	914,06	-	"	"	108,10	-	108,081088	78	"	3,98	2,50
<b>quota specialisti</b>	15-ott-10	17°		84,56	0	0	0											
regolati 18-04-11	14-apr-11	18°	1.000/1.500	1.500,00	2.410,30	1.500,00	1.500,00	1.529,36	80,800	"	"	99,31	-	99,287611	76	"	4,88	1,61
<b>quota specialisti</b>	15-apr-11	19°		150,00	39,99	39,99	39,99											
regolati 18-07-11	14-lug-11	20°	1.500/2.000	1.236,60	1.856,60	1.236,60	1.236,60	1.149,42	-	"	"	95,95	-	95,928872	167	"	5,64	1,50
<b>quota specialisti</b>	15-lug-11	21°		123,66	0	0	0											
<b>Totale min €</b>			<b>23.505,75</b>	<b>33.652,81</b>	<b>22.467,16</b>	<b>22.095,90</b>												
di cui Totale specialisti			<b>5.833,22</b>	<b>7.237,95</b>	<b>4.903,34</b>	<b>-</b>												
<b>Totale 2011</b>			<b>3.010,26</b>	<b>4.306,89</b>	<b>2.776,59</b>	<b>2.678,78</b>												

(§) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Banca IMI S.p.A., Calyon Corp. Inv. Bank, Crédit Suisse Securities (Europe) Ltd, HSBC France, ING Bank N.V.

## XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

RIAPERTURE BTP  
off-the-run

## BTP 15 anni (vita residua 14 anni)

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PROVVIG. COLLOC.	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA (annuale)	REND. LORD.	COVER RATIO
01-03-09/01-03-25		IT0004513641															
regolati 15-07-09	07-lug-09	1° (*)		5.500,00	8.000,00	5.500,00	5.445,77	-		99,014	99,014	-	-	136	5,00	5,155	1,45
regolati 24-09-09	22-set-09	2°	1.000/2.000	2.000,00	4.060,50	2.000,00	2.305,60	91,745	0,40	"	104,80	-	104,795634	23	"	4,61	2,03
quota specialisti	23-set-09	3°		200,00	472,54	200,00				"							
regolati 16-10-09	14-ott-09	4°	1.250/2.000	2.000,00	2.534,08	2.000,00	2.100,00	77,628	"	"	105,00	-	104,995170	45	"	4,59	1,27
quota specialisti	15-ott-09	5°		200,00	0	0				"							
regolati 16-02-10	12-feb-10	6°	2.000/2.500	2.500,00	3.886,35	2.500,00	2.744,39	94,814	"	"	105,91	-	105,902576	168	"	4,50	1,55
quota specialisti	15-feb-10	7°		250,00	91,25	91,25				"							
regolati 16-04-10	18-feb-10	8°	1.500/2.500	2.485,56	3.221,06	2.485,56	2.923,40	-	"	"	107,08	-	107,071332	46	"	4,39	1,30
quota specialisti	21-feb-10	9°		250,00	244,56	244,56				"							
regolati 17-05-10	13-mag-10	10°	1.000/2.000	2.000,00	3.487,42	2.000,00	2.349,60	63,407			106,80	-	106,790678	77	"	4,42	1,74
quota specialisti	14-mag-10	11°		200,00	268,13	200,00				"							
regolati 17-08-10	13-ago-10	12°	1.500/2.500	2.374,26	3.009,76	2.374,26	2.786,20	-	"	"	107,31	-	107,298738	169	"	4,36	1,27
quota specialisti	16-ago-10	13°		250,00	222,14	222,14				"							
regolati 17-10-11	13-ott-11	14°	1.500/3.000	939,35	1.530,00	939,35	917,35	-	"	"	88,78	-	88,759754	46	"	6,34	1,63
quota specialisti	14-ott-11	15°		93,94	196,33	93,94				"							

<b>Totale min.€</b>	<b>21.243,10</b>	<b>31.224,12</b>	<b>20.851,05</b>	<b>21.572,3</b>
<b>di cui Totale specialisti</b>	<b>6.850,00</b>	<b>9.298,62</b>	<b>6.457,95</b>	<b>-</b>
<b>Totale 2011</b>	<b>1.033,29</b>	<b>1.726,33</b>	<b>1.033,29</b>	<b>917,35</b>

(\*) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Cligroup Global Markets Ltd., HSBC France, Morgan Stanley & Co. Int. PLC, Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le imprese S.p.A., Société Générale Inv. Banking. I restanti Specialisti in titoli di Stato sono stati invitati in qualità di Co-Lead Manager.

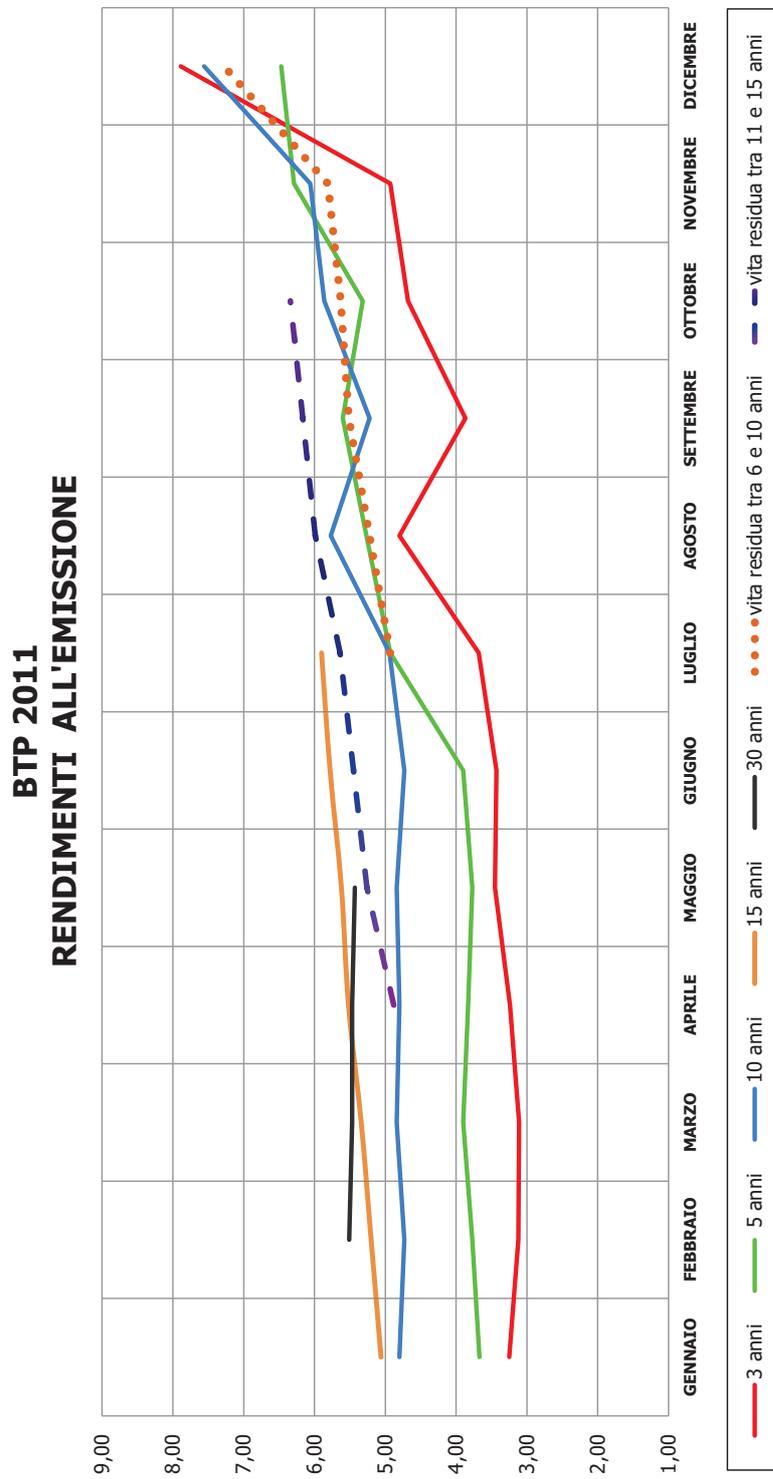


Grafico BTP - pag. 26

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**BTPEi 5 anni**  
(Legato all'inflazione)

Date Emiss./Scad./Resol.	Data Asta	Codice UIC Tranche	Importo Min./Max. Offerto	Offerti	Richiesti	Assegnati Mercato	Incasso	Riparto	Prov. Collocamento	Prezzo Fiscale	Prezzo Aggiudicaz.	Prezzo Mettisti	Aspettativa d'inflazione	Cedola Reale	Giorni Dietimi	Rend. Lordo reale	Rendimento atteso	Cover Ratio	Coefficiente Indicizzazione	
15-09-10 / 15-09-16		IT0004682107																		
regolati 31-01-11	27-gen-11	1°	2,000/3,000	2.761,00	4.065,50	2.761,00	2.819,33	-	0,30	99,50	99,500	99,496065	1,639	2,10	138	2,210	3,849	1,47	1,006790	
quota specialisti	28-gen-11	2°		750,00	72,50	72,50														
regolati 31-03-11	29-mar-11	3°	1,250/1,750	1.728,00	2.639,50	1.728,00	1.767,92	-			102,310	102,304383	2,104	"	16	1,660	3,764	1,53	1,005600	
quota specialisti	30-mar-11	4°		175,00	0	0														
regolati 29-04-11	27-apr-11	5°	1,000/1,750	1.156,80	1.841,50	1.156,80	1.285,71	-			101,040	101,033556	2,059	"	45	1,900	3,959	1,59	1,009280	
quota specialisti	28-apr-11	6°		115,68	401,18	115,68														

Totale mln.€	6.686,48	9.020,18	5.833,98	5.872,96
di cui Totale specialisti	1.040,68	473,68	188,18	-

BTPEi Sanni - pag. 27

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**BTPeI 10 anni**  
(Legato all'inflazione)

Date Emis./Scad./Regol.	Data Asta	Codice UIC Tranche	Importo Min./Max. Offerto	Offerti	Richiesti	Assegnati Mercato	Incaso	Riparto	Provv. Collocamento	Prezzo Fiscale	Prezzo Aggiudicaz.	Prezzo Nettisti d'inflazione	Cedola Reale	Giorni Detriti	Rend. annuo Lordo reale	Rendimento atteso	Cover Ratio	Coefficiente indicizzazione
15-03-10 / 15-09-21	21-apr-10	IT0004604671	-	3.000	4.100	3.000,0	2.979,99	-	-	99,333	99,333	1,760	2,10	13	2,178	3,938	1,37	0,99789
regolati	24-ago-10		1.000/1.500	1.492,750	2.011	1.492,750	1.439,93	-	"	"	94,190	94,190	1,290	105	2,720	4,010	1,24	1,01210
regolati	25-ago-10			150	31	31		-	"	"								
quota specialisti	28-ago-10		1.000/1.500	1.010,0	1.374	1.010,0	1.064,56	-	"	"	95,820	95,81782	1,389	137	2,550	3,939	1,56	1,01368
regolati	29-lug-10			101	288	101		-	"	"								
quota specialisti	29-lug-10		1.000/1.500	1.408,0	1.945	1.408,0	1.389,70	-	"	"	98,700	98,696051	1,606	15	2,250	3,856	1,38	1,01027
regolati	28-set-10			150	0	0		-	"	"								
quota specialisti	29-set-10		750/1.500	674,0	1.443	674,0	679,21	-	"	"	99,300	99,295976	1,617	44	2,180	3,797	2,14	1,01199
regolati	27-ott-10			67	10	10		-	"	"								
quota specialisti	28-ott-10		1.000/1.500	1.457,8	2.410	1.457,8	1.366,64	-	"	"	93,750	93,749055	1,888	166	2,810	4,698	1,65	1,02481
regolati	25-feb-11			150	0	0		-	"	"								
quota specialisti	25-feb-11		1.000/1.750	593,2	1.620	593,20	618,98	17,267	"	"	94,860	94,851865	2,015	45	2,690	4,705	2,73	1,02142
regolati	29-04-11			59	305	59,32			"	"								
quota specialisti	28-apr-11		1.000/1.500	1.500,0	2.259	1.500,00	1.446,75	68,614	"	"	96,450	96,441230	1,993	77	2,510	4,503	1,51	1,03547
regolati	31-05-11			150	0	0			"	"								
quota specialisti	30-mag-11		500/1.000	942,4	1.583	942,40	792,56	-	"	"	84,100	84,090059	1,618	136	4,070	5,688	1,69	1,04176
regolati	29-07-11			100	0	0			"	"								
quota specialisti	28-lug-11		500/750	750,0	1.603	750,00	604,88	-	"	"	80,650	80,638194	1,127	46	4,610	5,737	2,14	1,05794
regolati	31-10-11			75	0	0			"	"								
quota specialisti	28-ott-11																	

<b>Totale circolante (mln. Euro)</b>	<b>13.835,82</b>	<b>21.189,40</b>	<b>13.034,42</b>	<b>12.383,19</b>
<b>Totale specialisti</b>	<b>4.002,72</b>	<b>4.233,59</b>	<b>3.201,32</b>	<b>-</b>
<b>Totale 2011</b>	<b>5.777,67</b>	<b>9.786,56</b>	<b>5.302,67</b>	<b>4.829,80</b>

N.B. Inflazione base del titolo (15 marzo 2010): 108,22161

(\*\*) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Barclays Bank PLC, Crédit Agricole Comp. Inv. Bank, Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese Spa, Société Générale Inv. Banking e UBS Ltd

**BTP€i 15 anni**  
(Legato all'inflazione)

Date Emiss./Scad./Regol.	Data Asta	Codice UIC Tranche	Importo Min./Max. Offerto	Offerti	Richiesti	Assegnati Mercato	Incasso	Riparto	Prov. Collocamento	Prezzo Fiscale	Prezzo Aggiudicaz.	Prezzo Aspettativa d'inflazione	Cedola Reale	Giorni Dietimi	Rend. annuo Lordo reale	Rendimento atteso	Cover Ratio	Coefficiente indicizzazione	
15-03-11 / 15-09-26 regolati	15-06-11	IT0004735152	1° (#)	mln. €	mln. €	mln. €	mln. €	%	%	%	%	%	%		%	%	%		
	08-giu-11		-	3.000,00	3.826,00	3.000,00	3.000,96	-	-	100,032	100,032	-	1,996	3,10	92	3,121	5,117	1,28	1,016720
<b>Totale circolante (m/in. Euro)</b>				<b>3.000,00</b>	<b>3.826,00</b>	<b>3.000,00</b>	<b>3.000,96</b>												
<b>Totale specialisti</b>				<b>3.000,00</b>	<b>3.826,00</b>	<b>3.000,00</b>	<b>-</b>												

N.B. Inflazione base del titolo (15 marzo 2011): 110,55968

(#) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, ING Bank N.V., JP Morgan Securities Ltd., Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese Spa e UBS Ltd

## XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

RIAPERTURE BTP INDICIZZATI  
off-the-run

## BTPEi 10 anni (vita residua 8 anni)

Date Emiss./Scad./Regol.	Data Asta	Codice UIC Tranche	Importo Min./Max. Offerto	Offerti min. €	Richiesti min. €	Assegnati Mercato min. €	Incaso min. €	Riparto %	Prov. Collocamento %	Prezzo Fiscale Aggudcaz. %	Prezzo Netto %	Aspettativa d'inflazione %	Cedola Reale %	Giorni Dietimi	Rend. annuo Lordo reale %	Rendimento atteso %	Cover Ratio %	Coefficiente indicizzazione	
15-03-08 / 15-09-19		IT0004380546																	
regolati 28-05-08	21-mar-08	1° (*)		4.000,00	6.067,72	4.000,00	3.991,44	-	0,18	99,786	99,786	2,343	2,35	74	2,385	4,728	1,52	1,00996	
regolati 31-07-08	29-lug-08	2°	1.500	1.500,00	1.984,00	1.500,00	1.475,61	28,279	0,40		97,400	2,420	"	138	2,640	5,060	1,32	1,02078	
quota specialisti	30-lug-08	3°		150,00	15,00	15,00		-	"	"	89,000	0,770	"	74	3,620	4,390	2,14	1,02345	
regolati 28-11-08	26-nov-08	4°	500	326,00	698,00	326,00	334,64	-	"	"			"						
quota specialisti	27-nov-08	5°		50,00	206,50	50,00		1,148	"	"	90,900	1,290	"	137	3,400	4,690	2,18	1,01906	
regolati 30-01-09	28-gen-09	6°	1.000	1.000,00	2.177,50	1.000,00	999,90	-	"	"	92,150	1,050	"	165	3,260	4,310	1,48	1,01741	
quota specialisti	29-gen-09	7°		100,00	491,90	100,00		-	"	"	96,500	1,372	"	16	2,760	4,132	2,45	1,00881	
regolati 27-02-09	25-feb-09	8°	1.000	1.000,00	1.450,75	980,00	903,07	-	"	"	98,360	1,588	"	46	2,550	4,108	1,65	1,01254	
quota specialisti	26-feb-09	9°		100,00	0	0		41,667	"	"	97,750	1,819	"	103	2,620	4,439	1,52	1,01945	
regolati 31-03-09	27-mar-09	10°	1.000	1.000,00	2.450,75	1.000,00	984,30	-	"	"	103,320	1,807	"	169	1,990	3,797	1,41	1,02217	
quota specialisti	30-04-09	11°		100,00	20,00	20,00		-	"	"	102,480	1,754	"	164	2,070	3,824	1,54	1,02509	
regolati 26-06-09	24-giu-09	12°	1.000	900,00	1.481,75	900,00	885,24	-	"	"	87,300	1,113	"	15	4,290	5,403	2,10	1,05794	
quota specialisti	29-apr-09	13°		100,00	0	0		-	"	"			"						
regolati 31-08-09	25-giu-09	14°	1.500	1.490,30	2.265,18	1.490,30	1.603,40	-	"	"	97,750	1,819	"	103	2,620	4,439	1,52	1,01945	
quota specialisti	27-ago-09	15°	1.000	1.000,00	301,22	150,00		-	"	"	103,320	1,807	"	169	1,990	3,797	1,41	1,02217	
regolati 26-02-10	28-ago-09	16°	1.000	996,00	1.405,75	996,00	1.029,07	-	"	"			"						
quota specialisti	24-feb-10	17°		100,00	0	0		-	"	"	102,480	1,754	"	164	2,070	3,824	1,54	1,02509	
regolati 30-09-11	25-feb-10	18°	750/1.250	1.207,88	1.856,00	1.207,88	1.242,95	-	"	"			"						
quota specialisti	29-set-11	19°		125,00	5,00	5,00		-	"	"			"						
regolati 29-set-11	29-set-11	20°	500/750	750,00	1.577,13	750,00	654,75	28,750	"	"	87,300	1,113	"	15	4,290	5,403	2,10	1,05794	
quota specialisti		21°		75,00	0	0		-	"	"			"						

Totale circolante (min. Euro)	15.200,18	24.454,14	14.490,18	14.104,37
Totale specialisti	5.050,00	7.107,34	4.340,00	-
Totale emesso 2011	825,00	1.577,13	750,00	654,75

N.B. Inflazione base del titolo (15 marzo 2008): 105,91677

(\*) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Barclays, BNP Paribas, Morgan Stanley, UBS e Unicredit (HVB)

XVI LEGISLATURA — V COMMISSIONE — SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURE BTP INDICIZZATI  
off-the-run**

**BTP€i 15 anni (vita residua 12 anni)**

Date Emiss./Scad./Regol.	Data Asa	Codice UIC Tramite	Importo Min./Max. Offerto	Offerti	Richiesti	Assegnati Mercato	Incaso	Riparto	Provvis. Collocamento	Prezzo Fiscale	Prezzo Aggiudicaz.	Prezzo Nettisti	Aspettativa d'inflazione	Codici Reale	Giorni Dietimi	Rend. annuo Lordo reale	Rendimento atteso	Cover Ratio	Coefficiente Indicizzazione
15-03-07 / 15-09-23		IT0004243512																	
regolati	27-06-07	1° (*)		4.000,00	9.000,00	4.000,00	3.963,64	-	0,200	99,091	99,091	101,576287	2,264	2,60	104	2,687	4,951	2,25	1,012310
regolati	28-09-07	2°		500,00	1.019,00	465,35	523,49	-	0,400	"	101,580	"	2,310	"	13	2,490	4,800	2,19	1,014300
<b>quota specialisti</b>	27-set-07	3°		50,00	63,00	50,00		0	"	"	100,760	100,752234	2,300	"	46	2,550	4,850	1,46	1,032420
regolati	28-apr-08	4°		1.500,00	2.152,00	1.470,00	1.632,31	2.500	"	"	98,540	98,531084	2,490	"	107	2,730	5,220	1,82	1,046250
<b>quota specialisti</b>	29-ago-08	5°		150,00	471,00	150,00	812,96	-	"	"	101,020	101,009953	2,340	"	167	2,530	4,870	1,61	1,056510
regolati	30-06-08	6°		750,00	1.365,00	750,00		-	"	"	88,550	88,536523	1,340	"	165	3,650	4,990	1,59	1,049300
<b>quota specialisti</b>	27-giu-08	7°		75,00	463,00	75,00	703,05	-	"	"	97,020	97,005354	1,762	"	46	2,870	4,632	1,38	1,044280
regolati	29-08-08	8°		750,00	1.118,70	695,95		-	"	"	97,900	97,898807	2,104	"	75	2,800	4,904	1,72	1,047940
<b>quota specialisti</b>	28-ago-08	9°		750,00	0	0		-	"	"	99,980	99,963620	2,051	"	138	2,620	4,671	1,40	1,052580
regolati	27-02-09	10°	750	749,18	1.193,38	749,18	663,40	-	"	"	104,100	104,082470	2,089	"	15	2,270	4,359	1,63	1,047100
<b>quota specialisti</b>	25-feb-09	11°	1.000	951,00	1.309,25	951,00		-	"	"	104,880	104,859039	2,054	"	16	2,190	4,244	1,62	1,049460
regolati	30-04-09	12°		100,00	3.440,50	2.000,00	922,66	86,600	"	"	64,000	63,967560	0,167	"	76	7,300	7,467	2,16	1,100820
<b>quota specialisti</b>	29-apr-09	13°		200,00	0	0		-	"	"									
regolati	29-05-09	14°	2.000	2.000,00	3.440,50	2.000,00	1.938,00		"	"									
<b>quota specialisti</b>	28-mag-09	15°		200,00	0	0		-	"	"									
regolati	29-07-09	16°	1.250	1.217,48	1.704,79	1.217,48	1.307,94		"	"									
<b>quota specialisti</b>	30-lug-09	17°		1.250,00	90,73	90,73		-	"	"									
regolati	30-09-09	18°	1.500	1.079,00	1.755,50	1.079,00	1.194,11		"	"									
<b>quota specialisti</b>	29-set-09	19°		150,00	29,66	29,66		-	"	"									
regolati	31-03-10	20°	750/1.250	864,00	1.400,50	864,00	925,60		"	"									
<b>quota specialisti</b>	30-mar-10	21°		86,40	18,53	18,53		-	"	"									
regolati	12-09-11	Ritiro con fondo ammortamento				-447,00			"	"									
<b>quota specialisti</b>	30-11-11	22°	500/750	567,13	1.224,63	567,13	392,26		"	"									
regolati	25-nov-11	23°		567,13	1.083,06	567,13		-	"	"									
<b>quota specialisti</b>	26-nov-11			567,13		567,13			"	"									
<b>Totale circolante (m/n Euro)</b>				<b>16.691,84</b>	<b>27.937,22</b>	<b>14.932,707</b>	<b>14.966,4</b>												
<b>Totale specialisti</b>				<b>9.761,40</b>	<b>14.135,62</b>	<b>8.470,69</b>	<b>8.470,69</b>												
<b>Totale 2011</b>				<b>623,84</b>	<b>1.352,69</b>	<b>623,837</b>	<b>399,3</b>												

N.B. - Inflazione base del titolo (15 marzo 2007): 102,69806

(\*) Collocato tramite sindacato, Lead Manager: Barclays, Deutsche Bank, Goldman Sachs, Société Générale CIB, Unicredit Group (Bayerische Hypo und Vereinsbank AG - HVF)

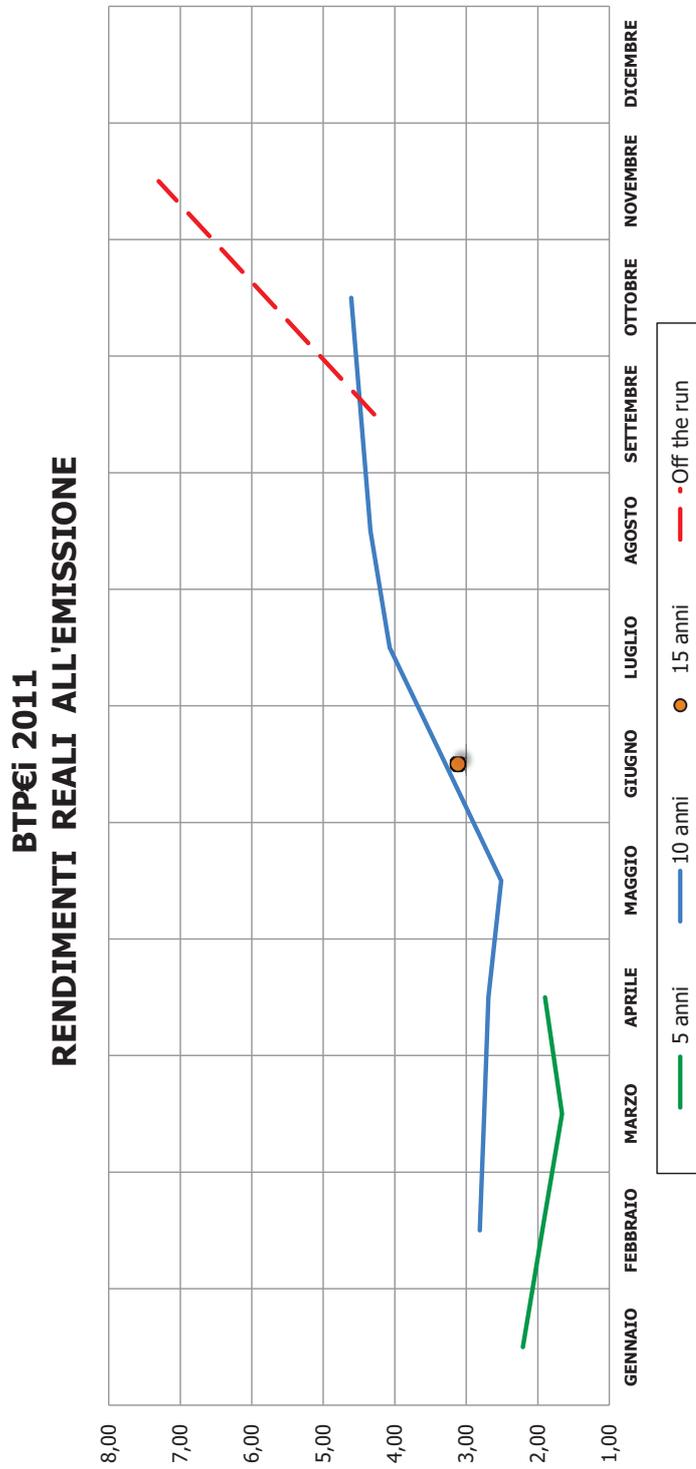


Grafico BTP€i - pag. 32

## XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

CCT-eu 7 anni  
Indicizzati al tasso Euribor 6 mesi

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA annuale	CEDOLA semestrale	SPREAD	REND. LORD.	PROVVIS. COLLOC.	COVER RATIO
15-10-10/15-10-17	20-ott-10	IT0004652175	1° (#)	4.500,00	5.496,97	4.500,00	4.490,51	99,789	99,789	99,789	99,789	0,80	2,009	1,016	2,009	1,016	0,80	2,069	-	1,22
resolati 27-10-10	20-ott-10		2° (#) assegnato in concambio	600,00	935,91	600,00	598,73	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	1,56
resolati 27-10-10	15-nov-10		assegnato in concambio telematico	1.757,50	1.757,50	1.757,50	1.747,41	"	"	"	"	"	"	34	"	"	"	"	"	1,00
resolati 18-11-10	29-nov-10		3°	1.339,34	1.846,34	1.339,34	1.314,16	"	"	"	"	"	"	47	"	"	"	"	"	1,38
resolati 01-12-10	30-nov-10		4°	150,00	0	150,00	0	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 03-01-11		5°	1.000/1.500	1.295,67	1.295,67	1.246,88	"	"	"	"	"	"	80	"	"	"	"	"	1,51
resolati 01-04-11	30-dic-10		6°	150,00	109,29	150,00	109,29	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-02-11		7°	1.000/1.500	1.398,13	2.337,63	1.398,13	"	"	"	"	"	"	109	"	"	"	"	"	1,67
resolati 01-02-11	28-gen-11		8°	150,00	832,66	150,00	149,50	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-03-11		9°	1.500,00	2.409,50	1.500,00	1.447,95	"	"	"	"	"	"	137	"	"	"	"	"	1,61
resolati 01-03-11	25-feb-11		10°	150,00	0	150,00	0	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-04-11		11°	1.000/1.500	1.457,82	2.390,32	1.457,82	"	"	"	"	"	"	166	"	"	"	"	"	1,64
resolati 01-04-11	30-mar-11		12°	150,00	28,00	150,00	28,00	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 26-09-11		ritirato in concambio telematico	1.000,00	1.977,00	1.000,00	1.76,05	"	"	"	"	"	"	34	"	"	"	"	"	"
resolati 01-11-11	28-ott-11		11° off the run	500/1.250	1.000,00	1.000,00	847,10	"	"	"	"	"	"	17	"	"	"	"	"	1,98
resolati 01-11-11	31-ott-11		12°	100,00	0	100,00	0	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti																				

Totale circolante (min. Euro)	15.698,47	20.101,29	14.958,686	14.545,99
di cui Totale specialisti	7.707,50	9.160,32	6.967,72	-
Totale emesso nel 2011	7.351,63	12.039,58	6.761,84	6.395,18
di cui ripertura off the run	1.100,00	1.977,00	1.000,00	847,10

(#) Per il collocamento del secondo CCTeu il MEF ha affidato il mandato ai seguenti specialisti: Banca IMI S.p.A., Commerzbank A.G., HSBC France, Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese Spa e Unicredit Bank A.G.

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI	RICHIESTI	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO	RIPARTO	FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDOLA annuale	CEDOLA semestrale	SPREAD	REND. LORD.	PROVVIS. COLLOC.	COVER RATIO	
15-04-11/15-04-18	28-apr-11	IT0004716319	1°	3.500,00	5.093,00	3.500,00	3.443,30	74,286	98,380	98,380	-	98,379	17	2,626	1,335	1,00	2,89	0,30	1,46	
resolati 02-05-11	29-apr-11		2°	875,00	1.813,98	875,00	843,30	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-06-11		3°	1.500/2.000	1.833,50	2.919,00	1.833,50	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	1,59
resolati 01-06-11	31-mag-11		4°	200,00	946,58	200,00	1.790,96	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-07-11		5°	750/1.250	1.250,00	1.987,00	1.250,00	17,407	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	1,59
resolati 01-07-11	28-giu-11		6°	125,00	1.178,94	125,00	1.192,75	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-08-11		7°	500/1.000	1.635,50	930,00	821,19	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	1,76
resolati 01-08-11	28-lug-11		8°	100,00	0	100,00	0	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti	resolati 01-09-11		9°	500/1.000	994,50	994,50	886,40	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	1,67
resolati 01-09-11	31-ago-11		10°	100,00	68,54	100,00	68,54	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"	"
quota specialisti																				

Totale circolante (min. Euro)	9.908,00	16.901,54	9.776,541	8.134,60
di cui Totale specialisti	1.400,00	3.608,04	1.268,54	-

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

**RIAPERTURA CCT-eu off the run**  
**CCT-eu 5 anni**  
**Indicizzato al tasso Euribor 6 mesi**

DATE EMISS./SCAD./REGOL.	DATA ASTA	COD. UIC TRANCHE	OFFERTI MIN/MAX	OFFERTI min. €	RICHIESTI min. €	ASSEGNATI MERCATO	INCASSO min. €	RIPARTO %	PREZZO FISCALE	PREZZO AGG.	PREZZO ESCL.	PREZZO NETTISTI	DIETIMI GG.	CEDEOLA annuale	CEDEOLA semestrale	SPREAD	REND. LORD.	PROVVIS. COLLOC.	COVER RATIO	
15-06-10/15-12-15		IT0004620305																		
resolati 01-07-10	24-giu-10	1° (*)		4.000/005	5.594	4.000/005	3.995,32	-	99,883	99,883	-	-	16	1,803	0,917	0,80	1,827	0,125	1,40	
resolati 01-07-10	24-giu-10	con cambio 2° (*)		999,995	1,700	999,995	998,83	-	99,883	99,883	-	-	"	"	"	"	"	"	1,70	
resolati 21-07-10	16-lug-10	con cambio telem.		1,734,50	1,734,50	1,734,50	1,734,07	-	99,975	99,975	-	-	36	"	"	"	"	"	1,00	
resolati 02-08-10	29-lug-10	3°	1.500/2.500	2.500,00	3.600,00	2.500,00	2.514,50	39,706	100,58	100,58	-	100,579651	48	"	"	"	1,70	0,30	1,44	
quota specialisti	30-lug-10	4°		250,00	0	0														
resolati 01-09-10	30-ago-10	5°	1.500/2.500	2.463,70	3.126,70	2.463,70	2.463,70	-	100,32	100,32	-	100,319432	78	"	"	"	1,74	"	1,27	
quota specialisti	31-ago-10	6°		250,00	436,55	250,00	272,38													
resolati 01-10-10	29-set-10	7°	1.000/2.000	1.997,67	2.700,17	1.997,67	2.200,97	-	100,15	100,15	-	100,149214	108	"	"	"	1,78	"	1,35	
quota specialisti	30-set-10	8°		200,00	1.023,14	200,00														
resolati 03-01-11	30-dic-10	9°	1.000/1.500	835,568	1.246,07	835,57	865,46	-	96,53	96,53	-	96,5286529	19	2,057	1,040	"	2,80	"	1,49	
quota specialisti	30-dic-10	10°		100,00	61,00	61,00														
resolati 01-02-11	29-giu-11	11°	500/1.000	991,220	1.613,82	991,22	1.062,73	-	97,38	97,38	-	97,377226	16	2,539	1,291	"	3,17	"	1,63	
quota specialisti	30-giu-11	12°		100,00	1.082,05	100,00														
resolati 01-08-11	28-lug-11	13°	500/1.000	840,00	1.505,50	840,00	772,13	-	91,92	91,92	-	91,917001	47	"	"	"	4,58	"	1,79	
quota specialisti	29-lug-11	14°		100,00	0	0														
resolati 03-10-11	29-set-11	15°	500/1.000	925,758	1.740,26	925,76	907,28	-	88,45	88,45	-	88,446542	110	"	"	"	5,63	"	1,88	
quota specialisti	30-set-11	16°		100,00	858,24	100,00														

Totale circolante (min. Euro)	18.388,52	28.022,94	17.999,52	17.773,66
di cui Totale specialisti	7.834,50	12.489,42	7.445,50	7.445,50
Totale emesso 2011	3.992,65	8.107,03	3.853,65	3.607,60

(\*) Per il collocamento del primo CCTeu il MEF ha affidato il mandato ai seguenti specialisti: Banca IMI S.p.A., BNP Paribas, JP Morgan Securities Ltd., Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese Spa e Unicredit Bank A.G.

**CCT-eu 2011  
RENDIMENTI ALL'EMISSIONE**

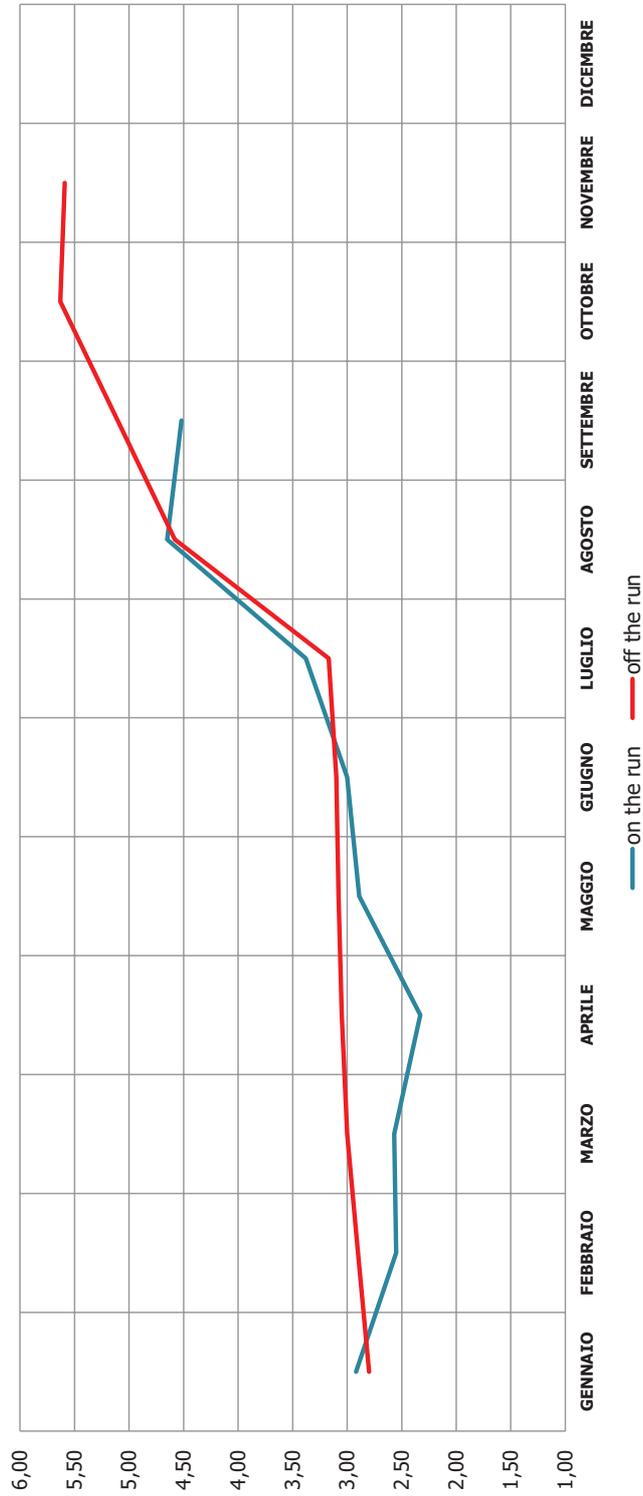


Grafico CCT-eu - pag. 35

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

OPERAZIONI DI CONCAMBIO 2011

TIPO DI OPERAZIONE	DATA OPERAZIONE		TITOLI OGGETTO DEL RIACQUISTO										TITOLI OFFERTI IN ASTA						
	Asta	Regolamento	Codice	Tipo titolo	Data emissione	Data scadenza	Prezzo di riacquisto (ml€)	Nominale riacquistato (ml€)	Circolante dopo il concambio (ml€)	Codice	Tipo titolo	Data emissione	Data scadenza	Tranche	Importo assegnato (ml€)	Prezzo aggiudicazione (ml€)	Giorni di dietini	Incaso	Circolante dopo il concambio (ml€)
CONCAMBIO TELEMATICO	08-feb-11	11-feb-11	IT0003190912	BTP	01-ago-01	01-feb-12	103,04	529,778	27.152,466										
	08-feb-11	11-feb-11	IT0004467483	BTP	01-mar-09	01-mar-12	101,17	418,480	15.186,207										
	08-feb-11	11-feb-11	IT0003858856	CCT	01-mar-05	01-mar-12	99,90	566,763	12.385,948										
	08-feb-11	11-feb-11	IT0004220627	BTP	15-apr-07	15-apr-12	102,35	229,264	16.571,283	IT0004272493	BTP	01-ago-07	01-feb-18	16	2.170,000	102,033	10	2.214,116	24.806,256
							<b>Totale BTP</b>	<b>1.629.624</b>											
							<b>Totale CCT</b>	<b>566.763</b>											
							<b>Totale</b>	<b>2.196.387</b>											
CONCAMBIO TELEMATICO	05-apr-11	08-apr-11	IT0003190912	BTP	01-ago-01	01-feb-12	102,66	836,859	26.315,607										
	05-apr-11	08-apr-11	IT0004467483	BTP	01-mar-09	01-mar-12	101,09	314,952	14.871,255										
	05-apr-11	08-apr-11	IT0004220627	BTP	15-apr-07	15-apr-12	102,11	440,576	16.130,707	IT0004361041	BTP	01-feb-08	01-ago-18	14	2.708,000	101,08	66	2.737,246	22.306,000
	05-apr-11	08-apr-11	IT0004224041	CCT	01-mar-07	01-mar-14	98,68	486,554	13.494,283										
05-apr-11	08-apr-11	IT0004518715	CCT	01-lug-09	01-lug-16	96,65	651,531	15.077,973											
							<b>Totale BTP</b>	<b>1.592.367</b>											
							<b>Totale CCT</b>	<b>1.136.095</b>											
							<b>Totale</b>	<b>2.730.482</b>											
CONCAMBIO TELEMATICO	21-set-11	26-set-11	IT0003190912	BTP	01-ago-01	01-feb-12	100,90	507,880	25.807,727										
	21-set-11	26-set-11	IT0003858856	CCT	01-mar-05	01-mar-12	99,84	108,609	12.277,339										
	21-set-11	26-set-11	IT0004085210	BTPe	15-mar-06	15-set-17	87,65	664,075	13.887,257	IT0004423957	BTP	01-set-08	01-mar-19	12	1.504,500	94,06	25	1.415,133	24.149,228
	21-set-11	26-set-11	IT0004652175	CCT eu	15-ott-10	15-ott-17	83,10	177,070	13.958,686										
							<b>Totale BTP + BTPe</b>	<b>1.171.955</b>											
							<b>Totale CCT + CCT eu</b>	<b>285.079</b>											
							<b>Totale</b>	<b>1.457.634</b>											
CONCAMBIO TELEMATICO	19-ott-11	24-ott-11	IT0003472336	BTP	01-feb-03	01-ago-13	99,80	466,809	24.695,917										
	19-ott-11	24-ott-11	IT0004085210	BTPe	15-mar-06	15-set-17	88,55	356,105	13.531,152										
	19-ott-11	24-ott-11	IT0004085211	CCT	01-set-08	01-set-15	90,90	517,624	12.132,993	IT0004712748	BTP	15-apr-11	15-apr-16	8	1.585,000	94,115	9	1.491,723	14.872,336
	19-ott-11	24-ott-11	IT0004518715	CCT	01-lug-09	01-lug-16	88,80	230,480	14.847,493										
							<b>Totale BTP + BTPe</b>	<b>822.914</b>											
							<b>Totale CCT</b>	<b>748.104</b>											
							<b>Totale</b>	<b>1.571.018</b>											
CONCAMBIO TELEMATICO	07-dic-11	12-dic-11	IT0004220627	BTP	15-apr-07	15-apr-12	4,00	414,203	15.064,504										
	07-dic-11	12-dic-11	IT0003625909	BTPe	15-set-03	15-set-14	2,15	0,000	14.500,000										
	07-dic-11	12-dic-11	IT0004321813	CCT	01-dic-07	01-dic-14	3,40	200,639	12.950,711	IT0003424747	BTP	01-feb-02	01-ago-17	17	740,500	97,036	133	718,552	23.299,500
	07-dic-11	12-dic-11	IT0004404965	CCT	01-set-08	01-set-15	1,22	137,968	11.994,625										
							<b>Totale BTP + BTPe</b>	<b>414.203</b>											
							<b>Totale CCT</b>	<b>358.607</b>											
							<b>Totale</b>	<b>752.810</b>											

XVI LEGISLATURA - V COMMISSIONE - SEDUTA DEL 17 GENNAIO 2012

Commercial Papers					
Valuta	Data di regolamento	Data di scadenza	Nominale emesso (ml.)	Importo a scadenza in Euro	
USD	22-feb-11	23-mag-11	150	110.598.018	
USD	22-feb-11	23-mag-11	250	184.229.919	
USD	22-feb-11	23-mag-11	100	73.703.917	
USD	22-feb-11	23-mag-11	100	73.654.787	
USD	23-mag-11	23-nov-11	100	70.693.360	
USD	23-mag-11	23-nov-11	200	141.492.749	
USD	23-mag-11	23-nov-11	112	79.131.252	
USD	07-set-11	07-dic-11	75	53.076.678	
USD	14-set-11	14-dic-11	500	361.964.745	
		<b>Totale USD</b>	<b>1.587</b>	<b>1.148.545.425</b>	
CHF	22-feb-11	23-mag-11	75	58.089.101	
CHF	23-mag-11	23-nov-11	65	52.112.563	
CHF	20-ott-11	21-nov-11	65	52.740.048	
		<b>Totale CHF</b>	<b>205</b>	<b>162.941.712</b>	
GBP	22-feb-11	23-mag-11	250	298.221.882	
GBP	22-feb-11	23-mag-11	200	238.788.863	
		<b>Totale GBP</b>	<b>450</b>	<b>537.010.745</b>	
EUR	22-feb-11	19-mag-11	800	800.000.000	
EUR	22-feb-11	23-mag-11	75	75.000.000	
EUR	08-set-11	09-dic-11	95	95.000.000	
EUR	12-set-11	12-dic-11	50	50.000.000	
EUR	15-set-11	15-dic-11	324	324.000.000	
EUR	20-set-11	16-dic-11	113	113.000.000	
EUR	22-set-11	22-nov-11	300	300.000.000	
EUR	22-set-11	22-dic-11	109	109.200.000	
EUR	26-set-11	22-nov-11	500	500.000.000	
EUR	28-set-11	07-dic-11	500	500.000.000	
EUR	04-ott-11	29-dic-11	50	50.000.000	
EUR	05-ott-11	05-dic-11	350	350.000.000	
EUR	05-ott-11	06-dic-11	350	350.000.000	
EUR	05-ott-11	14-dic-11	350	350.000.000	
EUR	12-ott-11	05-dic-11	100	100.000.000	
EUR	14-ott-11	14-dic-11	300	300.000.000	
EUR	14-ott-11	14-dic-11	50	50.000.000	
EUR	20-ott-11	21-nov-11	104	103.500.000	
EUR	21-ott-11	21-nov-11	1.000	1.000.000.000	
EUR	26-ott-11	28-nov-11	100	100.000.000	
EUR	27-ott-11	28-nov-11	450	450.000.000	
		<b>Totale Euro</b>	<b>6.070</b>	<b>6.069.700.000</b>	
<b>Totale rimborsato in Euro</b>				<b>7.918.197.882</b>	

**EMISSIONI OBBLIGAZIONARIE SUL MERCATO ESTERO 2011**

Valuta	Tipo titolo	Codice ISIN	Data di emissione	Data di scadenza	Cedola	Importo nominale in valuta	Netto ricavo in Euro
EURO	EMTN	XS0573950101	04-gen-11	16-mag-01	2,85% indicizzato infl. europea	500.000.000,00	500.000.000,00
EURO	EMTN P.P.	XS0595269365	24-feb-11	24-ago-20	4,45%	450.000.000,00	450.000.000,00
EURO	EMTN	XS0644776683	01-lug-11	31-dic-27	t. fisso ad ammortamento	2.259.500.000,00	2.259.500.000,00
EURO	EMTN	XS0681838719	22-set-11	22-set-17	5,00%	250.000.000,00	247.990.000,00
<b>Totale 2011 in Euro</b>						<b>3.457.490.000,00</b>	

**Esteri 2011 - pag. 38**

PAGINA BIANCA

PAGINA BIANCA

€ 4,60



\*16STC0016890\*