TABELLA V.6-23 AMMORTAMENTI

		2013	2014	2015
Ammortamento	beni immobili	0	0	0
	beni mobili	300	357	366
TOTALE		300	357	366

TABELLA V.6-24 INVESTIMENTI FISSI LORDI E ACQUISTI DI TERRENI

	2013	2014	2015
Edilizia di servizio	90	65	97
Sistemi informativi	292	323	278
Ammodernamento potenziamento Difesa	3.322	3.107	2.935
Aree depresse	15	68	48
Acquisizione mezzi logistici	54	49	53
Somme da trasferire al commissario delegato per la ricostruzione - territorio Abruzzo	289	0	0
Fondo manutenzione straordinaria		0	4
Fondo per il miglioramento delle fonti energetiche alternative		0	50
Spese per la realizzazione evento Expo Milano	329	354	254
Sisma Abruzzo	2	7	0
Altri investimenti fissi (a)	1.937	2.102	1.278
Di cui			
Presidenza	324	529	89
Corte dei Conti	15	15	13
TAR e Consiglio di Stato	1	0	2
Agenzie Fiscali	152	173	187
TOTALE	6.331	6.077	4.998

TABELLA V.6-25 TRASFERIMENTI IN CONTO CAPITALE

	2013	2014	2015
Contributi agli investimenti a:			
Amministrazioni pubbliche:	15.571	13.621	19.721
Centrali	8.834	8.929	13.269
Locali	6.738	4.692	6.452
Imprese	10.515	9.291	11.238
Famiglie e ISP	100	300	277
Estero	763	645	347
Altri trasferimenti in c/capitale	2.494	2.339	1.885
TOTALE	29.444	26.196	33.468

TABELLA V.6-26 CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE CENTRALI

	2013	2014	2015
Fondo rotazione politiche comunitarie	5.603	5.103	5.053
Enti di ricerca maggiori	1.980	1.865	2.335
Enti di ricerca minori (INSEAN, Osservatori)	205	224	25
ANAS	813	1.379	644
ENAC	0	0	0
Agea BSE	0	5	0
Fondo per la realizzazione del sistema tessera sanitaria convenzione con l'Agenzia delle Entrate		52	32
Fondo sviluppo e coesione-MEF		0	4.780
Fondo agevolazioni ricerca-FAR		0	52
Fondo per le aree depresse per Area di crisi industriale di Porto Marghera		0	103
Altri investimenti ad Amm.ni pubbliche centrali	233	301	244
TOTALE	8.834	8.929	13.269

TABELLA V.6-27 CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE LOCALI

	2013	2014	2015
REGIONI	3.116	2.266	1.632
Contratto pubblico trasporto	32	43	2
Distretti produttivi	0	6	0
Mutui solidarietà nazionale regione Sicilia	100	93	83
Contributi straordinari Sicilia, Calabria e Campania	60	268	140
Contributo quindicennale Sicilia imposte RC auto	86	86	86
Salvaguardia Venezia	0	0	10
Trasporto pubblico locale	1	0	0
Piani edilizia scolastica	0	0	0
Edilizia sanitaria e ospedaliera	529	444	308
Fondo Sanitario Nazionale (Infrastrutture)	0	0	0
Piano disinquinamento ambientale e rischio idrogeologico	59	3	38
Regioni a statuto ordinario e speciale : Aree depresse	1.045	440	89
di cui : Intese istituzionali di programma	1.008	431	0
Federalismo amministrativo	84	76	72
Attuazione del Federalismo amministrativo per le Regioni a Statuto Speciale	22	18	0
Acquisto e sostituzione autobus pubblici	80	58	23
Riqualificazione strutture sanitarie	45	15	19
Fondo unico per l'edilizia scolastica		131	162
Annualità da assegnare alla regione Veneto per la costruzione della superstrada a pedaggio pedemontana-veneta		95	145
Libri testo gratuiti	41	117	79
Interventi nel settore agricolo e della forestazione	23	39	16
Fondo per il sostegno del TPI -RSO	0	0	0
Spese per il ciclo rifiuti e compensazioni ambientali	0	0	0
Termovalorizzatore di Acerra	0	0	0
Somma da trasferire alla regione Siciliana per lo smaltimento rifiuti urbani	0	0	0
Regioni: Somme inerenti la riassegnazione dei residui perenti	481	51	26
Altri trasferimenti a regioni	427	285	334
COMUNI E PROVINCE	2.906	1.728	4.262
Fondi per investimenti	136	39	2.186
Cooperative Napoli e Campania	0	0	0
Trasporto rapido di massa	196	178	192
Somme da trasferire al comune di Catania e Roma ai sensi del DL 154/2008	0	0	0
Contributi al comune di Roma per il rimborso a CDP per somme erogate a titolo di compartecipazione finanziaria	300	0	0
Finanziamento enti locali (fondo investimenti)	136	39	0
Edilizia residenziale pubblica	0	0	0
Roma Capitale	2	1	6
Aree Depresse	17	8	6
Federalismo amministrativo	63	12	19
Contributi Venezia	83	61	56
Contratto pubblico trasporto enti locali	7	12	12
Programma "contratti di quartiere" per quartieri degradati	42	27	33
Contributo al comune di Milano per EXPO 2015		8	60
Libri testo gratuiti	54	36	32
Risanamento e recupero ambientale e tutela beni culturali	0	0	0
Viabilità secondaria - strade non gestite da ANAS	33	18	12
Somma da assegnare al Comune di Palermo per emergenza rifiuti	0	0	0
Somme da assegnare al Comune di Roma per il piano di rientro finanziario		155	100
Somme da assegnare al Comune di Roma -diritti di imbarco passeggeri aeroporti	200	104	80
Ripiano conto sospeso per anticipazioni di Tesoreria (spesa di conto capitale)	0	29	0
Fondo per l'agevolazione dei piani di rientro dei comuni in gestione commissariale straordinaria		37	36
Fondo per il sostegno trasporto pubblico locale	9	8	0
Somme da assegnare per programma "6000 campanili"		46	90
Realizzazione metropolitana M4 e M5 Milano		90	0
Lavoratori frontalieri		48	51
Somma da trasferire agli Uffici speciali per l'Aquila e i comuni del cratere per ricostruzione e rilancio- sisma 2009	1.352	538	976
Comuni: Somme inerenti la riassegnazione dei residui perenti	45	0	0
Spese per interventi di bonifica sui siti contaminati da amianto			25
Residui passivi perenti di conto capitale - Comuni		0	61
Altri trasferimenti ad enti locali	232	237	229
UNIVERSITA'	207	166	93
ALTRI ENTI LOCALI	509	532	465
Enti produttori di servizi sanitari	4	9	21
Enti produttori di servizi di assistenza ricreativi e culturali	6	4	88
Enti produttori di servizi economici	562	520	357
TOTALE	6.738	4.692	6.452

TABELLA V.6-28 CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD IMPRESE

	2013	2014	2015
Interventi sistema autostrada (ANAS) *	206	2	1
Industria navalmeccanica ed armatoriale	149	131	85
Contributo per trasporto di merci	24	0	23
Settore agricolo	33	33	15
Programma FREMM	698	773	671
Mutui settori trasporti	0	0	0
Sistemi ferroviari passanti	9	9	9
FUS- attività cinematografiche e circense	87	87	96
Salvaguardia Venezia	75	60	52
Agevolazioni alle imprese industriali	1.919	1.555	1.581
di cui settore aeronautico e EFA	1.913	1.553	656
di cui: EFA mutui		1.004	925
Artigiancassa	0	0	0
Fondo per la competitività e lo sviluppo	992	966	1.033
Fondo agevolazioni ricerca: Fondo da ripartire	131	177	63
Contributi per abbattimento tassi mutui agevolati	17	14	13
Rete nazionale interporti	16	20	16
Società S.P.A. - Stretto di Messina		5	5
MOSE	56	281	424
Sicurezza stradale	20	20	20
Incentivi assicurativi-fondo solidarietà agricoltura	176	152	127
Crediti di imposta per investimenti occupazione	538	233	15
Crediti di imposta	403	298	527
Crediti di imposta popolazioni colpite dal sisma 2009 - Abruzzo	293	292	228
Crediti di imposta - Soggetti danneggiati da sisma Emilia	450	271	291
Crediti di imposta per la rottamazione	0	0	0
Fondo autotrasporto merci	2	8	10
Reintegro anticipazioni concesse a favore di Alitalia	0	0	0
Bonus occupazionale	0	0	0
Fondo finanza d'impresa	0	0	0
Incentivi passaggio da modalità stradale a marittima	0	0	0
Contributi per la realizzazione di sistemi di controllo elettronico - Trattato Italo-Libico	0	0	0
SIMEST	150	250	0
Oneri derivanti da garanzie Stato per leggi			150
Realizzazione della nuova linea ferroviaria Torinoi-Lione			2
Contributi settore marittimo per interventi difesa nazionale			145
TFR in busta paga - Fondo di garanzia per le imprese con meno di 50 addetti			100
Fondo unico EXPO			59
Fondo opere strategiche- Cassa Depositi e Prestiti	574	678	538
Fondo opere strategiche- altre imprese	421	419	474
Realizzazione della tangenziale esterna di Milano		134	108
Somme da destinare alla realizzazione A4 - Quarto d'Altino - Villese - Gorizia		28	0
Altri contributi ad imprese	115	263	394
SOCIETA' DI SERVIZI PUBBLICI	2.961	2.132	3.962
Ferrovie in regime di concessione	133	128	120
Ferrovie dello Stato	2.675	1.886	3.723
di cui : Av AC		649	915
Poste	148	113	115
Finmare e servizi navigazione lacuale	5	5	4
TOTALE	10.515	9.291	11.238

* dal 2014 riclassificati in ANAS investimenti

TABELLA V.6-29 CONTRIBUTI AGLI INVESTIMENTI AD ESTERO

	2013	2014	2015
Partecipazione italiana Conferenza Europea Biologia Molecolare	14	14	15
Aiuti a PVS - Sostegno a piccole e medie imprese	0	0	0
EUMETSAT	29	31	39
CERN-AIEA	120	118	134
Accordi Internazionali	9	28	7
Finanziamento al Centro di Fisica Teorica di Trieste	21	21	21
Accordi di Bruxelles	6	6	7
Somma da trasferire alla Grecia per i profitti derivanti dai titoli di Stato greci presenti nel portafoglio *Securities Markets*	400	351	0
Partecipazione dell'Italia al G8: cancellazione debiti paesi poveri	50	50	50
Altri investimenti all'estero	114	26	74
TOTALE	763	645	347

TABELLA V.6-30 ALTRI TRASFERIMENTI IN CONTO CAPITALE

	2013	2014	2015
AD AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE	2.183	1.837	976
Regioni	10	0	0
Comuni	4	14	0
Disavanzi pregressi USL	159	0	0
PCM di protezione civile-Regioni	1.827	1.249	503
Di cui			
PCM di protezione civile - mutui Regioni	415	412	25
PCM di protezione civile - mutui Banche	641	649	
PCM di protezione civile – Cassa DDPP	58	51	
PCM di protezione civile emergenza rifiuti	57	18	18
PCM di protezione civile: rischio sismico			189
PCM: Mutui Comuni	21	21	3
PCM: fondo ricostruzione - sisma Emilia		0	0
PCM investimenti in materia di sport			50
Somme destinate a Regione e Province per pagamento mutui e interessi calamità naturali			435
Dissesto idrogeologico Messina	0	0	0
Somma da assegnare alla Regioni per i ripiani in materia sanitaria	172	504	0
Altre Amministrazioni Pubbliche	10	69	38
A IMPRESE	70	109	754
Mediocredito	1	40	0
Cassa DD.PP. S.p.A.	69	69	69
Del tribunale dell'Unione Europea del 13 settembre 2013 in materia di aiuti di stato		0	535
Altre imprese	0	0	150
A FAMIGLIE E ISP	0	160	0
FONDI	242	234	155
TOTALE	2.494	2.339	1.885

TABELLA V.6-31 ACQUISIZIONE DI ATTIVITÀ FINANZIARIE

	2013	2014	2015
Conferimenti a Banche ed Organismi Internazionali	3	32	0
Oneri derivanti da garanzie Stato per leggi	88	51	0
Somme destinate alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da Banche Italiane	0	0	0
Istituto Poligrafico e Zecca dello Stato	33	33	33
Sistema creditizio	200	200	200
Fondo rotativo imprese	120	72	0
Fondo rotativo riduzioni immissioni gas	0	0	0
Anticipazioni alle Regioni piani di rientro in materia sanitaria		249	0
Fondo rotazione per la concessione di anticipazioni agli enti locali in grave dissesto finanziario	290	698	209
Fondo rotazione per la concessione di anticipazioni alle Regioni in grave dissesto finanziario	50	0	0
Erogazioni prestiti in favore della Grecia	0	0	0
Sottoscrizione capitale del MES	5.732	2.866	0
Fondo per assicurare agli enti locali la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili	14.472	12.720	5.443
- di cui sezione per assicurare la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili degli Enti locali	3.611	3.341	785
- di cui sezione per assicurare la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili alle Regioni e Province	4.153	3.141	1.983
- di cui sezione per assicurare la liquidità per pagamenti certi, liquidi ed esigibili del SSN	6.708	6.238	2.676
Fondo rotativo per la crescita sostenibile		509	210
Fondo integrazione risorse per le garanzie dello Stato		0	300
Concessione mutui a regione		8.728	0
Fondo di copertura della garanzia dello Stato in favore di Sace Spa		0	100
Fondo per la concessione della garanzia dello Stato per la cessione dei debiti della P.A.		150	0
BEI	2.037	417	295
Somma da destinare alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi dal Monte dei Paschi di Siena	2.000	0	0
Altre partite finanziarie	223	67	130
TOTALE	25.248	26.791	6.919

VI. DEBITO

VI.1 LA CONSISTENZA DEL DEBITO DELLE AMMINISTRAZIONI PUBBLICHE E DEL SETTORE STATALE

Per debito consolidato delle Pubbliche Amministrazioni[92] ci si riferisce alle passività di debito afferenti a tale settore registrate al valore nominale. Il calcolo di questo aggregato è basato sui criteri settoriali e metodologici di cui, in primo luogo, al Regolamento del Consiglio delle Comunità Europee n. 549 del 2013 relativo al sistema europeo di conti nazionali e regionali (SEC2010) e, più nello specifico, al Regolamento comunitario n. 479/2009 relativo alla Procedura dei Deficit Eccessivi (EDP), come emendato dai Regolamenti n. 679/2010 e n. 220/2014.

Le passività finanziarie considerate sono quelle dei depositi e monete, dei titoli obbligazionari e dei prestiti. Il comparto delle Pubbliche Amministrazioni si articola nei seguenti sottosettori: l'Amministrazione centrale, le Amministrazioni locali e gli Enti previdenziali. Nel processo di consolidamento vengono eliminate le passività di debito che rappresentano anche attività, nei medesimi strumenti, detenute da enti che appartengono alle amministrazioni pubbliche.

Il debito così calcolato è risultato pari al 132,6 per cento del Prodotto Interno Lordo (PIL)[93] al 31 dicembre 2015, pressoché invariato rispetto allo stesso aggregato misurato alla fine del 2014 e in aumento rispettivamente del 3,6 per cento e del 9,3 per cento rispetto al dato del 2013 e del 2012.

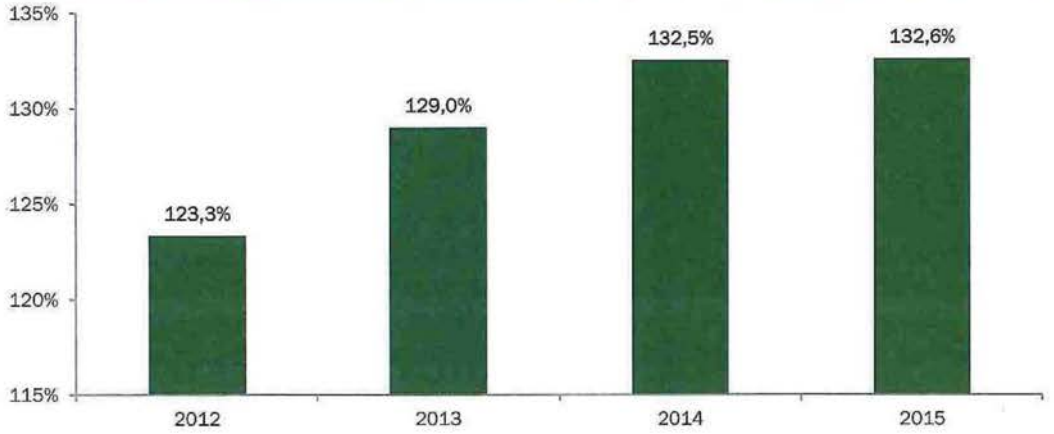
Secondo le stime della banca d'Italia, il debito si è attestato a circa 2.170 miliari alla fine del 2015, crescendo di circa 34 miliardi nel corso dei dodici mesi. Per quanto riguarda il PIL, rispetto all'anno precedente, c'è stato un aumentato dell'1,5 per cento in termini nominali e dello 0,8 per cento in volume.

Nel dettaglio, in merito agli strumenti finanziari contratti, al 31 dicembre 2015 il debito rappresentato da titoli negoziabili sia dell'amministrazione centrale che degli enti locali è risultato pari all'84 per cento del debito consolidato complessivo, in linea con il valore registrato alla fine del 2014, di cui il 93,7 per cento emesso in forma di obbligazioni a medio e lungo termine. Inoltre, il 99 per cento del totale dei titoli negoziabili è stato rappresentano dai titoli di Stato. Invece, il debito non negoziabile contratto nella forma di prestiti è stato pari al 7,8 per cento del debito complessivo. Il debito in strumenti finanziari non negoziabili comprende, oltre ai prestiti, ai depositi e al circolante, la parte di risparmio postale (buoni postali ordinari e a termine) che, a seguito della trasformazione nel 2003 di Cassa Depositi e Prestiti in società per azioni e la sua classificazione nel settore delle istituzioni finanziarie, è rimasta nel bilancio dello stato centrale quale passività pubblica fino al rimborso.

[92] La fonte per questo aggregato è rappresentata dalle pubblicazioni statistiche della Banca d'Italia.

[93] La fonte per il PIL è il comunicato.dell'Istat relativo ai principali saldi dei conti economici nazionali.

FIGURA VI.1-1 EVOLUZIONE DEL RAPPORTO DEBITO/PIL NEL PERIODO 2012-2015



Di seguito, invece, si espone l'evoluzione nel corso degli ultimi dodici mesi del debito del settore statale, aggregato che coincide in sostanza con il debito delle amministrazioni centrali. Le differenze sono dovute, essenzialmente, all'esclusione dal settore statale del debito delle società partecipate (principalmente ANAS) e dal fatto di essere espresso al netto della liquidità, anziché in termini lordi.

La consistenza del debito del settore statale è risultata di 2.045.323 milioni al 31 dicembre 2015, con un incremento pari a +48.734 milioni rispetto alla fine del 2014 e corrispondente, in termini percentuali, a un aumento del 2,44 per cento.

Scadenze dei titoli di Stato

Nel 2015 sono scaduti 378.068 milioni di titoli di Stato, un volume inferiore del 3,5 per cento rispetto ai 391.747 milioni rimborsati nel 2014.

TABELLA VI.1-2 TITOLI DI STATO IN SCADENZA AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO E DELLE ALTRE OPERAZIONI A RIDUZIONE DEL DEBITO (IN MILIONI DI EURO)

	Totale 2014	I Trimestre 2015	II Trimestre 2015	III Trimestre 2015	IV Trimestre 2015	Totale 2015
Totali a breve termine	198.490	47.234	42.160	45.381	39.776	174.552
di cui: BOT	198.010	47.234	42.160	45.381	39.776	174.552
Commercial paper	481					
Totali a medio-lungo termine	193.257	39.523	51.593	50.053	62.347	203.516
di cui: CTZ, CCT e BTP	190.690	33.435	50.123	50.053	62.347	195.958
Titoli esteri	2.567	6.088	1.470			7.558
TOTALE	391.747	86.757	93.753	95.435	102.124	378.068

Nel comparto a breve termine, sono scaduti 174.552 milioni di BOT, rispetto ai 198.490 milioni, che includevano 481 milioni di *commercial paper*, rimborsati nel 2014.

Nel comparto a medio-lungo termine, i rimborsi sono stati pari a 203.516 milioni, distinti in 195.958 milioni di titoli domestici e 7.558 milioni di titoli esteri. Nel 2014 erano scaduti 193.257 milioni, di cui 190.690 milioni di titoli domestici e 2.567 milioni di titoli esteri.

FIGURA VI.1-2 TITOLI IN SCADENZA A BREVE TERMINE (MILIONI DI EURO)

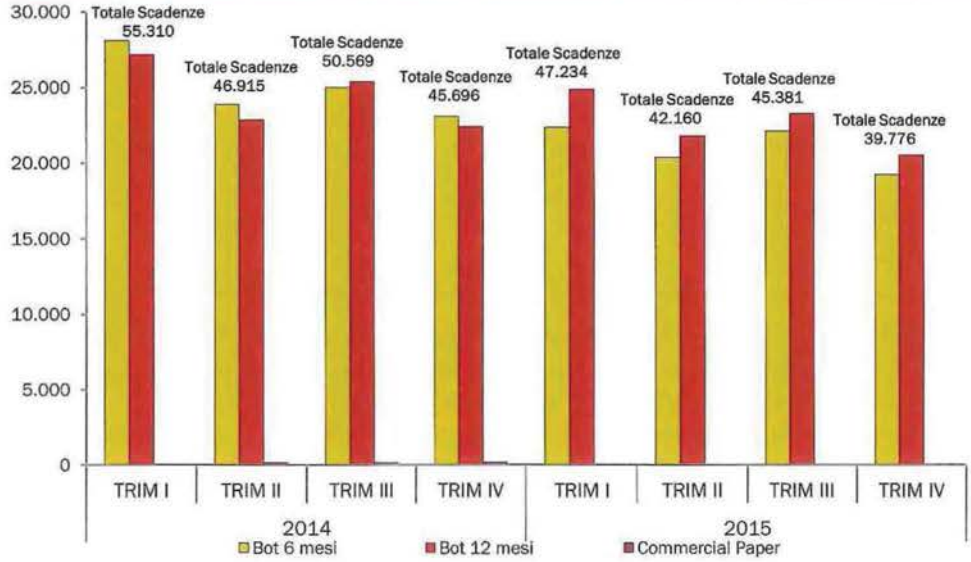
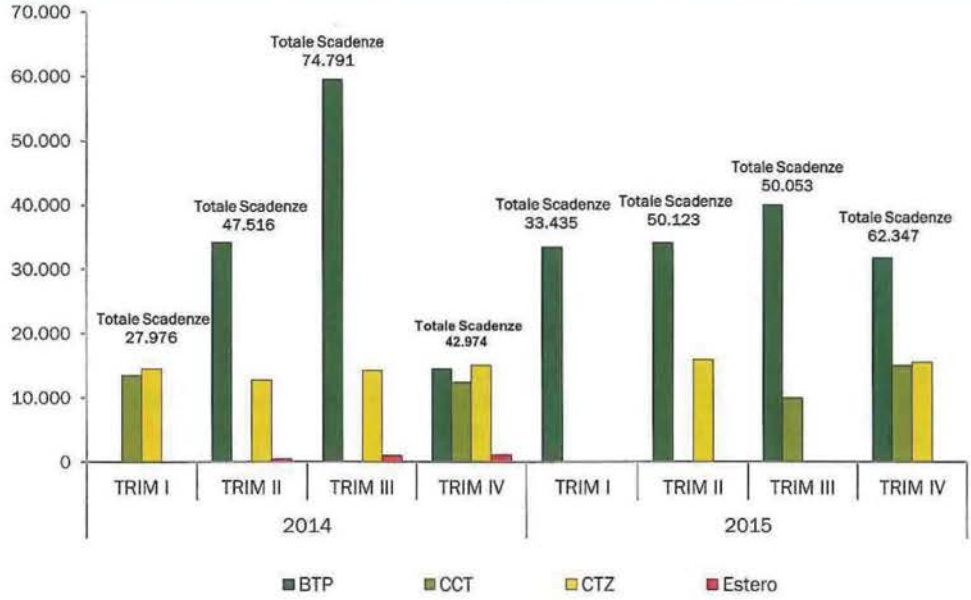


FIGURA VI.1-3 TITOLI IN SCADENZA A MEDIO – LUNGO TERMINE (MILIONI DI EURO)



Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

Il volume dei titoli di Stato in emissione, al netto delle operazioni di concambio, è stato pari a 410.058 milioni, riducendosi del 9,94 per cento rispetto ai 455.300 milioni emessi nel 2014. Nel mercato domestico, il Tesoro ha collocato 406.058 milioni di titoli, mentre l'anno prima erano stati collocati 453.569 milioni.

TABELLA VI.1-3 TITOLI DI STATO EMESSI AL NETTO DELLE OPERAZIONI DI CONCAMBIO (IN MILIONI DI EURO)

	Totale 2014	I Trimestre 2015	II Trimestre 2015	III Trimestre 2015	IV Trimestre 2015	Totale 2015
Totali a breve termine	182.887	52.421	40.042	40.967	30.700	164.130
BOT	182.407	52.421	40.042	40.967	30.700	164.130
Commercial paper	481					
Totali a medio-lungo termine	272.412	85.439	67.042	48.629	44.814	245.928
CTZ	32.969	11.088	6.590	5.972	3.738	27.388
BTP	171.184	62.317	38.073	34.238	29.934	164.561
BTP€i	14.488	3.655	3.013	1.903	4.526	13.097
BTP ITALIA	28.071		9.379			9.379
CCTeu	24.452	5.582	8.788	6.516	6.617	27.503
Titoli esteri	1.250	2.800	1.200			4.000
TOTALE	455.300	137.860	107.084	89.596	75.514	410.058

Nel comparto a breve termine, sono stati emessi 164.130 milioni di BOT - 80.956 milioni di titoli a 6 mesi e 83.174 milioni di titoli a 12 mesi - con una riduzione del 10,02% rispetto ai 182.407 milioni collocati nel 2014.

Le emissioni nette sono risultate negative sia per il BOT semestrale che per quello annuale, per un importo rispettivamente pari a -3.123 milioni e a -7.299 milioni.

Nel corso del 2015, per effetto delle misure straordinaria di politica monetaria, in particolare l'ulteriore abbassamento del tasso di interesse sui depositi presso la BCE, i rendimenti all'emissione sulle scadenze brevi hanno fatto registrare nuovi minimi storici, assumendo un valore negativo a partire dalle aste di ottobre.

Lo stock dei BOT si è ridotto di 10.422 milioni nell'arco dei dodici mesi. A fine anno, il circolante si attestava al 5,63% del totale del debito del settore statale, rispetto al 6,29% registrato alla fine del 2014.

Nel comparto a 24 mesi, il Tesoro ha emesso 27.388 milioni di CTZ, con una riduzione del 16,93% rispetto ai 32.969 milioni collocati nel 2014.

A fronte di un ammontare in scadenza di oltre 31 miliardi (circa la metà dei titoli rimborsati l'anno prima), le emissioni nette sono risultate pari a -4.100 milioni. Le passate scelte di emissione del Tesoro, cioè la riduzione degli importi complessivamente collocati in tale comparto e l'introduzione di un minor numero di titoli con scadenza 2015, hanno infatti permesso di alleggerire il volume totale da rifinanziare nell'anno.

Come per i BOT, nelle ultime due aste del 2015, i rendimenti all'emissione dei CTZ si sono attestati su minimi storici negativi.

Il circolante dei CTZ si è ridotto nell'arco dei dodici mesi proporzionalmente alle emissioni nette. A fine 2015, i titoli a 24 mesi rappresentavano il 2,38% dello stock del debito del settore statale, rispetto al 2,64% registrato alla fine del 2014.

Nei comparti dei BTP nominali, le emissioni lorde sono state di 164.561 milioni di euro, al netto dei concambi, con una riduzione del 3,87% rispetto ai 171.184 milioni collocati nel 2014. Per quanto riguarda i titoli *on-the-run*, il Tesoro ha emesso 28.924 milioni nel comparto a tre anni, 33.729 milioni nel comparto a cinque anni, 31.340 milioni nel comparto a 7 anni, 39.049 milioni nell'area dieci anni, 15.629 milioni di titoli a 15 anni e 13.241 milioni di quelli a 30 anni. Durante il 2015, inoltre, si sono svolte le riaperture di tre BTP non più in corso di emissione (*off-the-run*), collocando 1.500 milioni di un titolo con durata residua di 15 anni, 636 milioni su una scadenza a 24 anni e 514 milioni di euro su una a 25 anni.

Sui segmenti di scadenza più brevi del comparto BTP, cioè quelli a 3 e 5 anni, il Tesoro ha adottato una politica di riduzione delle emissioni sia in valore assoluto, che in rapporto al totale delle emissioni lorde, con l'obiettivo di allungare la vita

media del debito. Le emissioni nette sono state pari a -13.996 milioni nel comparto a 3 anni e a -17.785 milioni nel comparto a 5 anni, a fronte anche di consistenti importi in scadenza.

Per quanto riguarda la scadenza di più recente inaugurazione, quella del BTP a 7 anni, le emissioni lorde sono state lievemente superiori rispetto a quelle del 2014, compensando la riduzione dei quantitativi offerti sulle altre tipologie di titoli più brevi e contribuendo all'allungamento della vita del debito. In particolare, l'ammontare emesso è risultato dello stesso ordine di grandezza dei collocamenti effettuati nel 2014.

Sul comparto del BTP a 10 anni, il Tesoro ha mantenuto le emissioni in linea con quelle dei recenti anni. Le emissioni nette sono, tuttavia, risultate pari a -5.896 milioni, data la scadenza di due titoli per un importo complessivo di 44.945 milioni.

Nei segmenti ultradecennali, il Tesoro ha garantito una presenza regolare e, nei primi mesi dell'anno, ha proposto due nuovi titoli mediante collocamento sindacato.

Con un collocamento sindacato regolato il 24 marzo è stato lanciato il BTP 01/03/2015 - 01/03/2032, con cedola dell'1,65%, di cui sono stati emessi 8.000 milioni di euro, a fronte di una domanda complessiva di oltre 16 miliardi di euro. Tale sindacato era composto da *Barclays Bank PLC, Crédit Agricole Corp. Inv. Bank, Goldman Sachs Int. Bank, Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.* e *Royal Bank of Scotland PLC* che hanno partecipato in qualità di *lead managers*, mentre gli altri Specialisti in titoli di Stato sono stati *co-lead managers* dell'operazione.

Circa il 34 per cento dell'emissione è stato collocato presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo, rappresentati per il 17,8 per cento da banche centrali e istituzioni governative e per il 16,2 per cento da fondi pensione e assicurazioni. Le banche si sono aggiudicate il 29,4 per cento dell'ammontare complessivo, mentre ad *asset manager* e fondi d'investimento ne è stato assegnato il 21,7 per cento. Infine, l'emissione è stata sottoscritta da *hedge fund* per una quota dell'11,1 per cento e da imprese non finanziarie per il 3,8 per cento dell'assegnato. Il collocamento del titolo ha visto una partecipazione di investitori piuttosto diversificata dal punto di vista della provenienza geografica, con una quota significativa di investitori domestici aggiudicatari del 43,8 per cento dell'emissione. Per quanto riguarda gli operatori non residenti, il 20,2 per cento è stato sottoscritto da investitori del Regno Unito e Irlanda, mentre il resto dell'emissione è stata collocato in larga parte in Europa continentale (25,8%), con una significativa presenza di Scandinavia (8,4%), Germania e Austria (6,5%), Francia (4,3%), penisola iberica (3,1%), Benelux (1,9%) e Svizzera (1,7%). Al di fuori dell'Europa, gli investitori nordamericani si sono aggiudicati il 7,1% dell'emissione. Infine, il restante 2,6% è stato assegnato ad investitori residenti nel Medio Oriente ed in Asia.

Nel comparto a 30 anni, il sindacato composto da *Citigroup Global Markets Ltd., HSBC France, JP Morgan Securities PLC, Société Générale Inv. Banking* e *UniCredit S.p.A.*, in veste di *lead managers* e dagli altri Specialisti in titoli di Stato come *co-lead managers* dell'operazione, ha curato nel mese di gennaio il collocamento di 6.500 milioni del BTP 01/09/2014 - 01/09/2046, con cedola del 3,25%, regolato il 22 gennaio. La domanda complessiva è stata pari a 13,1 miliardi di euro con una partecipazione di circa 275 investitori, di cui quelli con un orizzonte di investimento di lungo periodo si sono aggiudicati circa il 28% dell'emissione, mentre il 45% del collocamento è stato sottoscritto da *fund manager*. Le banche hanno acquistato il 17 per cento dell'emissione, gli *hedge funds* il 7 per cento, mentre le imprese non finanziarie sono state aggiudicatarie del 2,5% dell'ammontare totale.

Anche in occasione di questo sindacato, la partecipazione degli investitori è stata estremante diversificata dal punto di vista della provenienza geografica, con gli investitori domestici che hanno sottoscritto il 43 per cento dell'emesso. Di rilievo è stata la quota sottoscritta dagli investitori provenienti dal Regno Unito e Irlanda (21%), mentre, tra gli altri operatori europei, significativa è stata la partecipazione di Francia (6%), Germania e Austria (7%), paesi scandinavi (6,5%), penisola iberica (3%) e investitori svizzeri (1,4%). Al di fuori dell'Europa, gli investitori nordamericani hanno sottoscritto il 10% dell'emissione.

I rendimenti in asta sono ulteriormente scesi su tutte le scadenze dei BTP. Nel dettaglio, la diminuzione misurata dal rendimento medio ponderato è stata pari allo 0,68% per il titolo a 3 anni, allo 0,94% per il titolo a 5 anni, dell'1,09% per il comparto a 7 anni, dell'1,30% per il comparto a 10 anni, dell'1,52% per quello a 15 anni e dell'1,13% per quello a 30 anni. Complessivamente, il rendimento medio ponderato dei BTP *on-the-run* si è attestato all'1,31%.

Nell'arco dei dodici mesi, il circolante dei BTP ha registrato un incremento pari a +25.028 milioni di euro. In termini percentuali, tali titoli rappresentavano il 60,10% del debito del settore statale a fine 2015, non distante dallo stock registrato a fine dicembre 2014.

Nel comparto indicizzato, il Tesoro ha proposto sia il BTP€i, titolo indicizzato all'inflazione europea misurata dall'indice IAPC con esclusione dei prodotti a base di tabacco, che il BTP Italia, lo strumento finanziario indicizzato all'inflazione italiana misurata dall'indice FOI senza tabacchi.

Per quanto riguarda il BTP€i, l'offerta è stata concentrata sui titoli con durata pari o maggiore a 10 anni, anche in considerazione dell'andamento dell'inflazione europea. In particolare, il 14 ottobre è stato regolato il collocamento del nuovo benchmark del comparto a 15 anni, che ha scadenza 15 settembre 2032, con godimento 15 settembre 2015, e corrisponde una cedola reale annua dell'1,25%. Tale collocamento è stato effettuato mediante sindacato, costituito da cinque *lead managers*: *Banca IMI S.p.A.*, *BNP Paribas*, *Citigroup Global Markets Ltd.*, *ING Bank N.V.*, *Nomura Int. PLC*; mentre i restanti Specialisti in titoli di Stato hanno partecipato in qualità di *co-lead managers*. A fronte di una richiesta superiore ai 9,3 miliardi, sono stati assegnati 3.500 milioni di cui il 52% a fondi d'investimento e *asset manager* e il 25% alle banche. Una quota superiore al 19% è stata collocata presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo (18% a fondi pensione e assicurazioni e 1,4% alle banche centrali), mentre la quota sottoscritta da *hedge funds* è stata del 2%. Hanno partecipato anche imprese non finanziarie, sottoscrivendo circa l'1,4% dell'ammontare emesso.

Il collocamento del titolo è stato caratterizzato da una distribuzione geografica ben diversificata: la quota collocata presso investitori domestici è stata di poco inferiore al 34%, mentre gli investitori residenti nel Regno Unito si sono aggiudicati il 46% dell'emissione. Importante è stata poi la presenza di investitori nord americani con una partecipazione che ha superato il 9%. Di rilievo anche le quote sottoscritte da investitori residenti in Francia (5,4%) e dagli investitori centro e nord-europei, soprattutto Germania e paesi Scandinavi, con una quota complessiva di circa il 4,5%.

Le emissioni lorde di BTP€i, in termini nominali, sono state pari a 13.097 milioni, inferiori del 9,6% rispetto ai titoli collocati nel 2014, mentre non ci sono stati titoli in scadenza. Nel dettaglio, per quanto riguarda i titoli *on-the-run*, sono stati collocati 692 milioni nel comparto a 5 anni, 2.901 milioni nel comparto a 10 anni, 6.872 milioni per la scadenza a 15 anni e 562 milioni su quella trentennale, dove si è tornato a emettere nel settembre 2014 dopo quattro anni di assenza. Inoltre, c'è

stata la riapertura di due titoli *off-the-run* con vita residua di 6 anni e di 8 anni rispettivamente per 921 milioni e per 1.147 milioni.

Il circolante rivalutato per l'inflazione del BTP€i è aumentato di un importo pari a +13.645 milioni di euro nell'arco dei dodici mesi e si è attestato al 7,04% del debito del settore statale, rispetto al 6,53% registrato alla fine del 2014.

Il 20 aprile 2015 è stata regolata l'ottava emissione del BTP Italia con scadenza aprile 2023 e cedola reale annua definitiva dello 0,50%. L'importo emesso è stato pari a 9.379 milioni, corrispondente al controvalore complessivo dei contratti di acquisto conclusi alla pari sul MOT (il Mercato Telematico delle Obbligazioni e Titoli di Stato di Borsa Italiana), attraverso Banca IMI S.p.A. e UniCredit S.p.A.

In dettaglio, nel corso della prima fase del periodo di collocamento dedicata agli investitori *retail*, che si è svolta dal 13 al 15 aprile, sono stati conclusi 75.374 contratti, di cui oltre il 45% di importo inferiore ai 20.000 euro, mentre i contratti fino a 50.000 di euro hanno coperto il 75% di questa fase dell'operazione. Dal punto di vista della caratteristiche degli investitori, si valuta che la quota del *private banking* (69%) è stata superiore a quella degli investitori individuali (31%). Per entrambe le categorie, si è trattato quasi esclusivamente di soggetti domestici.

Nella seconda fase del periodo di collocamento dedicata a investitori istituzionali, che si è aperta il 16 aprile ed è stata chiusa 2 ore dopo, il numero delle proposte di adesione pervenute ed eseguite è stato pari a 687 per un controvalore emesso pari a 4.000 milioni di euro. Nel corso di questa Fase, si stima che circa il 59% del controvalore sia stato collocato presso banche e istituzioni finanziarie, mentre gli *asset manager* ne hanno acquistato il 25%. La quota sottoscritta da assicurazioni è stata pari al 14%, mentre il resto del quantitativo emesso (circa il 3,3%) è stato assegnato a banche centrali e *corporation*. Come per la prima fase, preponderante è stata la presenza di investitori italiani, che hanno sottoscritto l'88% del nuovo titolo ma, rispetto alle precedenti emissioni, si è anche registrata una più ampia e diversificata partecipazione di investitori esteri europei e internazionali, tra cui quote significative provenienti da Svizzera, Regno Unito, Francia e paesi asiatici.

A fine 2015, lo stock dei BTP Italia è aumentato di un importo pari a +9.379 milioni, rappresentando il 5,08% del debito del settore statale, rispetto al 4,73% registrato a fine 2014.

Nel complesso, il comparto indicizzato formato dal BTP€i e dal BTP Italia ha totalizzato un ammontare rivalutato per l'inflazione pari a 247.821 milioni, crescendo del 10,24% rispetto ai 224.797 milioni del 2014. Tale aumento è essenzialmente conseguenza dell'assenza di scadenze. In termini percentuali, tale comparto rappresentava il 12,12% del totale del debito del settore statale alla fine del 2015, rispetto al 11,26% relativo all'anno prima.

Nel comparto del tasso variabile è proseguito il processo di normalizzazione delle condizioni di mercato e i CCTeu sono stati offerti regolarmente con una frequenza mensile.

Le emissioni nette sono risultate pari a 2.461 milioni, determinate da collocamenti lordi pari a 27.503 milioni e dalla scadenza due titoli per un totale di circa 25 miliardi.

I rendimenti all'emissione sono scesi nel corso del 2015, toccando un minimo pari allo 0,51% nell'asta regolata il 1°dicembre, preceduto da un rialzo al di sopra dell'1% a inizio luglio in una fase di tensione sui mercati obbligazionari.

Il circolante complessivo dei CCT e CCTeu è aumentato di 2.030 milioni nell'arco dei dodici mesi, anche per effetto delle operazioni di concambio descritte

nel paragrafo successivo. I titoli a tasso variabile, alla fine del 2015, si sono attestati al 5,92% del debito del settore statale, rispetto al 5,97% registrato alla fine del 2014.

Operazioni di concambio e altre operazioni a riduzione del debito

Nel corso del 2015 si sono svolte tre operazioni di concambio gestite per mezzo del sistema telematico di negoziazione, come di consueto condotte tramite gli specialisti in titoli di Stato e con procedura d'asta competitiva. Con tali operazioni, il Tesoro ha ritirato dal mercato BTP e CCT in scadenza tra il 2016 e il 2018, anni particolarmente impegnativi sul fronte dei rimborsi. Il prezzo dei titolo in emissione maggiormente sopra la pari rispetto ai prezzi di quelli riacquistati ha consentito l'alleggerimento del volume di scadenze future in misura superiore rispetto all'importo emesso e, quindi, una riduzione in termini netti dello stock di debito complessivamente pari a 534 milioni.

I dettagli di ciascun concambio sono esposti nelle tabelle seguenti.

TABELLA VI.1-4 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 17/04/2015 (MILIONI DI EURO)

Data dell'asta			17/04/2015	
Data di regolamento			21/04/2015	
Titolo in emissione			**BTP 01/03/2025**	
Importo assegnato			1.663	
Prezzo di aggiudicazione			133,133	
Dietimi (gg.)			51	
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/02/06 -01/08/16	3,75%	104,71	462,824
BTP	01/08/06 -01/02/17	4,00%	106,88	404,813
BTP	01/02/02 - 01/08/17	5,25%	111,39	781,731
CCTeu	15/10/10 - 15/10/17	0,878(1)	101,56	419,411

(1) Cedola semestrale in corso.

TABELLA VI.1-5 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 17/07/2015 (MILIONI DI EURO)

Data dell'asta			17/07/2015	
Data di regolamento			21/07/2015	
Titolo in emissione			**BTP 01/03/2030**	
Importo assegnato			1.574	
Prezzo di aggiudicazione			112,231	
Dietimi (gg.)			142	
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	01/02/06 -01/08/16	3,75%	103,81	345,872
BTP	01/06/12 -01/06/17	4,75%	108,53	222,369
BTP	01/11/12 - 01/11/17	3,50%	107,39	377,249
CCTeu	15/10/10 - 15/10/17	0,878%(1)	101,47	318,603
CCTeu	15/04/11 - 15/04/18	1,078%(1)	101,97	429,278

(1) Cedola semestrale in corso

TABELLA VI.1-6 OPERAZIONI DI CONCAMBIO DEL 16/09/2015 (MILIONI DI EURO)

Data dell'asta			16/09/2015	
Data di regolamento			18/09/2015	
Titolo in emissione			**CCTeu 15/12/2020**	
Importo assegnato			2.000	
Prezzo di aggiudicazione			101,824	
Dietimi (gg.)			95	
Titoli in riacquisto	Data emissione - scadenza	Cedola	Prezzo di riacquisto	Nominale riacquistato
BTP	15/01/14 -15/12/16	1,50%	101,76	440,294
BTP	15/05/14 - 15/05/17	1,15%	101,69	305,407
CCT	01/07/09 - 01/07/16	0,18%(1)	100,25	518,027
CCTeu	15/10/10 - 15/10/17	0,878%(1)	101,45	365,333
CCTeu	15/04/11 - 15/04/18	1,078%(1)	102,10	379,966

(1) Cedola semestrale in corso

Per la medesima finalità, vale a dire massimizzare l'impatto dell'intervento sulla riduzione dello stock di debito, nel mese di novembre sono state utilizzate le disponibilità del Fondo ammortamento dei titoli di Stato per il rimborso parziale di un BTP, per un importo di 3.947 milioni di euro. L'opzione del rimborso di titoli in scadenza si è mostrata particolarmente vantaggiosa anche per ridurre le emissioni di fine anno, quando risulta opportuno non appesantire il ricorso al mercato, poiché lo stesso diventa meno liquido e si corre il rischio di incorrere in maggiori costi in asta. Tale operazione ha esaurito quasi integralmente le disponibilità del Fondo, che erano formate, principalmente, dai proventi derivanti dalla cessione di partecipazioni azionarie e dal versamento delle commissioni a fronte della garanzia statale sulle obbligazioni bancarie (D.L. 201/2011, art.8), nonché, in minore misura, dalle donazioni dei privati.

TABELLA VI.1-7 OPERAZIONI DI RIMBORSO PER MEZZO DEL FONDO AMMORTAMENTO DEL 01/11/2015 (MILIONI DI EURO)

Data dell'operazione			01/11/2015	
Titolo di rimborso	Data emissione - scadenza	Cedola	Codice ISIN	Nominale rimborsato
BTP	01/11/2010 - 01/11/2015	3,00%	IT0004656275	3.947

Gestione della liquidità

Le disponibilità attive del Tesoro[94] si compongono della liquidità giacente sul Conto disponibilità detenuto presso la Banca d'Italia, della consistenza dei depositi vincolati accesi presso lo stesso istituto ed infine degli impieghi effettuati dal Tesoro verso gli intermediari finanziari, attraverso le quotidiane operazioni di tesoreria (cosiddette OPTES).

Nel 2015 il Tesoro ha proseguito con la consueta operatività che prevede lo svolgimento di aste quotidiane di durata pari a un giorno lavorativo (*overnight*) finalizzate all'impiego o alla raccolta di liquidità sul mercato monetario, a cui si affiancano operazioni bilaterali di impiego o raccolta a breve o brevissimo termine. Tale operatività è stata influenzata in maniera rilevante dalle decisioni di politica monetaria prese durante l'anno, a cui si sono sommati gli effetti delle politiche accomodanti adottate negli anni precedenti, come le operazioni di finanziamento a più lungo termine - cosiddette T-LTRO - finalizzate all'erogazione di credito al settore privato non finanziario, iniziate già nel 2014. L'effetto complessivo dei suddetti interventi è stato quello di un ulteriore incremento della liquidità presente nel sistema e dell'abbassamento dei tassi di riferimento di mercato monetario, che nel corso dell'anno sono passati stabilmente in territorio negativo su gran parte delle scadenze, in linea con le aspettative degli operatori che prevedono rendimenti molto bassi per un lungo periodo di tempo.

Il contesto appena descritto ha, ovviamente, disincentivato la partecipazione delle controparti alle aste di liquidità, con un significativo calo degli importi richiesti rispetto all'anno precedente. Il Tesoro ha quindi cercato di impiegare gran parte del proprio eccesso di giacenze liquide - che anche quest'anno si sono attestate su valori mediamente elevati - principalmente attraverso operazioni bilaterali, di durata *overnight* e a più lungo termine.

[94] Sistema di gestione giornaliera della liquidità disponibile disciplinato dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011.

Nello specifico, l'operatività di mercato tra aste ed operazioni bilaterali ha registrato un impiego medio di poco inferiore ai 51 miliardi. Invece, non sono state effettuate operazioni di raccolta della liquidità.

Emissioni e scadenze sui mercati esteri

Durante il 2015, il Tesoro ha eseguito sette piazzamenti privati in formato *medium term note* (EMTN), per complessivi 4.000 milioni di euro.

Nel mese di febbraio sono state regolate le prime tre operazioni. Il 2 febbraio è stato emesso un titolo che scade nel 2028 e corrisponde una cedola annua dell'1,86% su un importo di 1 miliardo di euro e uno con scadenza 2032, che corrisponde una cedola del 2,19% su un nominale di 500 milioni di euro. Il 18 febbraio sono stati collocati 300 milioni di euro di un titolo avente la stessa struttura del BTP€i, emesso alla pari, con scadenza 2043 e cedola reale annua dell'1,19%.

Il 5 marzo sono stati regolati ulteriori due piazzamenti privati rappresentati da un primo titolo con scadenza 2029 e cedola annua dell'1,77%, di cui sono stati collocati 500 milioni di euro, e un secondo titolo con scadenza 2032, che paga una cedola del 2% sempre su un nominale di 500 milioni di euro.

Le ultime due operazioni sono state regolate rispettivamente il 6 maggio, quando sono stati emessi 500 milioni di euro di un titolo a tasso fisso, con cedola dell'1,67% e scadenza maggio 2028, e il 22 maggio con il collocamento di un titolo che paga una cedola del 2,13% su un nominale di 700 milioni di euro e che scade a maggio 2027.

Nello stesso anno, inoltre, sono stati rimborsati 7.558 milioni di euro, un significativo ammontare di scadenze che ha riguardato soprattutto titoli a medio - lungo termine del comparto Global, dove sono scaduti due titoli in dollari USA a tasso fisso nel mese di gennaio, per un controvalore complessivo pari a 4.817 milioni di euro.

Il 2 marzo, invece, è scaduto un titolo a tasso fisso del programma EMTN, denominato in franchi svizzeri, di cui sono stati rimborsati 1.270 milioni di euro.

Infine, in aprile e giugno sono stati rimborsati 1.470 milioni di euro, di cui l'importo maggiore, pari a 882 milioni di euro, è stato rappresentato da un Eurobond ventennale a tasso fisso denominato in yen giapponesi, mentre il restante corrisponde al rimborso di due titoli, uno a tasso variabile denominato in sterline britanniche e uno a tasso fisso in corone norvegesi, entrambi in formato EMTN.

Il totale dei titoli esteri [95] in circolazione, denominati sia in euro che in valuta, si è ridotto per un importo pari a -3.349 milioni di euro nell'arco dei dodici mesi, rappresentando il 2,57% dello stock complessivo del debito del settore statale, rispetto al 2,80% registrato alla fine del 2014.

Evoluzione dei rendimenti

Le politiche monetarie largamente accomodanti nelle principali economie avanzate hanno continuato a determinare condizioni favorevoli per i mercati finanziari internazionali.

[95] Lo stock dei titoli esteri include gli importi relativi alle emissioni obbligazionarie di ISPA, che sono risultate pari a 8.606 milioni di euro al 31 dicembre 2015.

Nell'area dell'euro, il Consiglio direttivo della BCE ha confermato i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principale e marginale, fissati a settembre 2014, mentre ha ridotto di 10 punti base (p.b.) il tasso sui depositi che è stato portato a -0,3% nella riunione del 3 dicembre 2015.

A inizio anno, inoltre, il Consiglio ha annunciato l'ampliamento del programma di acquisto di attività finanziarie. Oltre ai programmi riguardanti gli attivi cartolarizzati di tipo ABS (*asset-backed securities*) e le obbligazioni garantite delle istituzioni finanziarie monetarie, dal 9 marzo la BCE ha iniziato ad acquistare sul mercato secondario, per 60 miliardi di euro di acquisti mensili, le obbligazioni emesse da amministrazioni centrali dei paesi dell'area dell'euro, da agenzie situate nella stessa area o da istituzioni europee. La conclusione di tali operazioni, ipotizzata per la fine di marzo 2017, potrebbe essere prorogata fino a che non si riscontri una stabilizzazione delle previsioni dell'inflazione in prossimità del tasso obiettivo del 2% nel medio termine. Nell'ultima riunione del Consiglio, nell'elenco delle attività ammissibili per gli acquisti, sono stati inclusi anche gli strumenti di debito negoziabili, emessi dalle amministrazioni regionali e locali dell'area dell'euro.

Negli Stati Uniti, a fronte degli evidenti segnali di ripresa, per tutto l'anno gli operatori hanno continuato ad attendersi un rialzo dei tassi di interesse, ma la fragilità del quadro macroeconomico internazionale ha indotto il *Federal Open Market Committee* (FOMC) ad attendere fino alla riunione del 15 dicembre per annunciare l'aumento di 25 p.b. dell'intervallo obiettivo per i tassi sui *Federal Funds*, portato a 0,25 - 0,50%. Tale misura, in quanto ampiamente attesa, non ha avuto ripercussioni sfavorevoli sui mercati finanziari e, inoltre, il Comitato aveva chiarito che le condizioni monetarie sarebbero rimaste accomodanti per favorire il rafforzamento del mercato interno. La cautela mostrata servirebbe anche a valutare l'impatto dell'aumento dei tassi sulla crescita al di fuori degli Stati uniti.

Durante il periodo in esame, i rendimenti dei titoli di Stato dell'area dell'euro sono rimasti molto bassi lungo tutta la curva delle scadenze.

All'inizio del 2015, le aspettative di mercato riguardo all'inflazione, che continuavano a segnalare un ritorno in prossimità del tasso obiettivo del 2% su orizzonti molto lunghi, e in merito alla possibilità che la BCE acquistasse i titoli del debito sovrano hanno alimentato il calo dei tassi di interesse a lungo termine. Tale diminuzione è proseguita, a febbraio, nonostante iniziassero a diffondersi timori per l'esito dei negoziati tra il governo di nuova formazione in Grecia e l'Eurogruppo, da cui dipendeva la possibilità per il paese di continuare ad accedere ai programmi di finanziamento. Se in parte della periferia dell'area dell'euro si è registrata qualche pressione al rialzo dei rendimenti, l'accordo raggiunto alla fine di febbraio ha contribuito ad arginarle. I tassi decennali italiani si sono, invece, mantenuti più stabili.

Dal mese di marzo, con l'avvio del suddetto programma di acquisti, si è registrato un ulteriore calo dei rendimenti. L'effetto è stato più marcato sulle scadenze lunghe, con conseguente appiattimento delle curve dei rendimenti sovrani; il rendimento medio sulle obbligazioni a 10 anni raggiugeva il minimo storico dello 0,60% e quello dei corrispondenti titoli tedeschi crollava fino allo 0,07%. Inoltre, un numero crescente di paesi registrava tassi negativi sulle scadenze più brevi.

Tra la fine di aprile e i primi di giugno, tale flessione è stata più che riassorbita - si è trattato, verosimilmente, di una correzione tecnica generalizzata sul livello dei tassi dell'area dell'euro - e i rendimenti a lungo termine si sono riportati sui livelli osservati a gennaio, al momento dell'annuncio del programma della BCE. Invece, i

tassi a breve termine sono rimasti ancorati al tasso negativo sui depositi, determinando quindi un'inclinazione della curva sensibilmente accentuata.

Nel corso di giugno, i mercati finanziari hanno registrato una maggiore volatilità. In particolare, nella prima decade del mese, i rendimenti sono significativamente aumentati per il rialzo delle stime dell'inflazione nel lungo termine, che ha determinato delle ricomposizioni di portafoglio da parte degli operatori, e per la dinamica negativa della liquidità sui mercati obbligazionari. In seguito, gli stessi rendimenti sono gradualmente scesi, sia pur con qualche oscillazione dovuta alle tensioni per il prolungamento del programma di sostegno finanziario alla Grecia, che sono sfociate, il 26 giugno, nell'interruzione delle trattative con i creditori ufficiali e nell'indizione del referendum da parte delle autorità elleniche.

Alla fine di giugno, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine si sono attestati, in media, su un livello superiore di circa 75 p.b. rispetto ai minimi storici precedentemente registrati. L'esito del referendum ha avuto, comunque, un impatto limitato e inoltre, il 19 agosto, veniva avviato il terzo programma di supporto finanziario alla Grecia tramite lo *European Stability Mechanism* (ESM), con l'erogazione della prima tranche di aiuti.

Sempre intorno alla metà di agosto, un ulteriore impatto sugli andamenti dei mercati finanziari si è prodotto quando hanno iniziato a diffondersi i timori per il rallentamento dell'economia cinese, contestualmente al calo delle quotazione del petrolio e alla svalutazione del renminbi, da cui è derivata un'accresciuta incertezza per le prospettive economiche mondiali. C'è da considerare, tuttavia, che la ridotta liquidità, tipica nel periodo estivo, ha probabilmente accentuato le oscillazioni delle quotazioni.

Da settembre in poi, le condizioni nei mercati finanziari nell'area dell'euro hanno mostrato un miglioramento. Il rientro delle tensioni, in buona parte, si è verificato subito dopo la riunione del FOMC di metà settembre, durante la quale è stato deciso di rinviare l'inasprimento dei tassi ufficiali negli Stati Uniti, ed è proseguito con l'aumentare delle attese di mercato per l'ulteriore allentamento monetario nell'area dell'euro, che è stato poi varato dalla BCE nell'ultima parte dell'anno. Di conseguenza, i rendimenti sovrani diminuivano in tutti i paesi dell'area dell'euro, con cali più marcati in quelli a più basso *rating* e, quindi, con un'ulteriore riduzione dei differenziali di rendimento rispetto alla Germania.

Nel complesso, dal primo annuncio dell'ampliamento del programma di acquisti della BCE, a novembre 2014, i rendimenti dei titoli di Stato sulla scadenza a dieci anni sono diminuiti di circa 40 p.b. in media nell'area dell'euro. Per quanto riguarda la curva dei rendimenti dei titoli italiani, nell'arco dei dodici mesi, si è registrata una flessione pari a 30 p.b per il BOT annuale, 60 p.b. per il BTP a 5 anni, 71 p.b. per il BTP a 10 anni e 58 p.b. per il titolo trentennale.

Il differenziale di rendimento del BTP a dieci anni (*spread)* rispetto al *Bund*, si è attestato a 97 p.b. al 30 dicembre 2015, rispetto ai 127 p.b. della fine del 2014.

In particolare, dal 27 febbraio lo *spread* decennale ha iniziato a registrare valori inferiori ai 100 p.b. per la prima volta da maggio 2010, toccando il minimo di 88 p.b. il 16 marzo. Tra la fine di giugno e la prima settimana di luglio, invece, tale *spread* ha registrato la maggiore volatilità, probabilmente sulla scia dell'incertezza diffusasi sui mercati per le trattative sugli aiuti finanziari alla Grecia. Dopo essere cresciuto fino a 156 p.b., è poi diminuito gradualmente riportandosi su valori prossimi a 100 p.b. già nella seconda metà di ottobre.