

Tabella 2.3-23 – Acquisizione di attività finanziarie

	Gennaio – Giugno		
	2011	2012	2013
Ricapitalizzazione della società Fincantieri	9	0	0
ANAS-apporto al capitale sociale	0	0	0
Conferimenti a banche, fondi e organismi internazionali	0	10	0
Oneri derivanti da garanzie Stato per leggi	1	0	56
Mediocredito- fondo rotativo	0	0	50
Fondo rotazione per la concessione di anticipazioni agli enti locali in grave disservizio	0	0	117
BEI	0	0	2.017
Fondo pe assicurare agli Enti territoriali la liquidità per pagamenti dei debiti	0	0	2.924
di cui: Sezione per assicurare la liquidità per i pagamenti dei debiti certi, liquidi ed esigibili degli Enti locali	0	0	2.000
di cui: Sezione per assicurare la liquidità per i pagamenti dei debiti certi, liquidi ed esigibili alle Regioni e alle Province	0	0	924
di cui: Sezione per assicurare la liquidità per i pagamenti dei debiti certi, liquidi ed esigibili degli Enti del SSN	0	0	0
Somme da destinare alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi	0	0	2.000
Poligrafico e Zecca Stato	33	33	33
Fondo interventi strategici settore informatico	0	0	0
Fondo rotativo riduzione immissioni gas	37	30	0
Somme destinate alla sottoscrizione di strumenti finanziari emessi da banche italiane (Tremonti Bond)	0	0	0
Anticipazioni alle Regioni piani di rientro materia sanitaria	504	0	0
Aumento capitale sociale ferr. Calabria, Appolo Lucane e del Sud Est	0	0	0
Fondo ricapitalizzazione fondazioni lirico-sinfoniche	0	0	0
Erogazioni prestiti in favore della Grecia	3.961	1.132	0
Ahri	1	0	72
TOTALE	4.546	1.205	7.269

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

2.4.1 Pagamenti correnti

I pagamenti per redditi da lavoro dipendente sono pari a 42.325 milioni. Rispetto all'esercizio precedente flettono del 4,6 per cento, per effetto delle disposizioni legislative (Decreto legge n. 78/2010 e Decreto legge n. 98/2011) finalizzate al contenimento delle spese per il personale, tra le quali si menzionano il blocco della contrattazione collettiva e il blocco delle progressioni di carriera.

I pagamenti per consumi intermedi, pari a 4.674 milioni, crescono di 268 milioni (+6,1%), di cui 126 milioni derivanti dall'accorpamento dell'Amministrazione autonoma dei monopoli di Stato nell'Agenzia delle Dogane, come previsto dall'articolo 23-quater del Decreto legge n. 95 del 2012. Ulteriori aumenti riguardano il funzionamento delle Istituzioni scolastiche (+82 milioni) e le commissioni su titoli a favore della Banca d'Italia (+64 milioni).

Si registra un incremento altresì per le spese per trasferimenti alle imprese - inclusi quelli relativi alle società di servizi pubblici - pari a 279 milioni (+14,6%), di cui:

- 200 milioni previsti dall'articolo 8, comma 4, del decreto legge n. 201/2011 che autorizza la spesa di 200 milioni annui per il periodo 2012-2016. Tali importi sono annualmente versati su apposita contabilità speciale, per essere destinati alla copertura dell'eventuale escussione delle garanzie previste dal comma 1 del medesimo articolo;
- 183 milioni per maggiori pagamenti alle Poste.

Per quanto concerne le Risorse UE si registrano pagamenti per 15.023 milioni (+21,5%), con un aumento di 2.658 milioni, rispetto al primo semestre 2012, di cui 2.441 milioni sono relativi alla quota RNL.

Viceversa, le erogazioni per trasferimenti alle famiglie e istituzioni sociali private (-1.081 milioni), trasferimenti all'estero (-88 milioni) e le altre uscite correnti (-213 milioni) mostrano una diminuzione. In particolare per i trasferimenti alle famiglie il decremento è imputabile ai minori trasferimenti a favore della CEI, a causa di un disallineamento di natura temporale, che sarà riassorbito già nel mese di luglio.

I pagamenti per interessi passivi, risultano, nel complesso, in linea con quelli a tutto giugno 2012. Tuttavia tale risultato, deriva, da un lato, da minori interessi relativi a titoli del debito pubblico (da 33.948 milioni nel primo semestre del 2012 a 31.933 milioni nel primo semestre del 2013) e, dall'altro da maggiori interessi corrisposti sui buoni postali fruttiferi (da 2.776 milioni nel 2012 a 3.546 milioni nel 2013) e sui c/c di tesoreria (da 1.818 milioni a 3.000 milioni).

2.4.2 Pagamenti in conto capitale

I pagamenti per gli investimenti fissi lordi (2.344 milioni) presentano un aumento del 33,4% (+587 milioni) rispetto alle risultanze a tutto giugno 2012, al pari di quelli relativi ai contributi agli investimenti alle imprese, incluse le società di servizi pubblici che registrano un incremento di 892 milioni, per effetto, principalmente, di maggiori erogazioni a favore delle Ferrovie dello Stato.

2.5 Trasferimenti ad Amministrazioni pubbliche ed altri pagamenti

2.5.1 Pagamenti correnti

I pagamenti per trasferimenti correnti alle Amministrazioni Pubbliche registrano nel complesso un incremento pari a 16.442 milioni che è la risultante di:

- maggiori trasferimenti agli Enti di previdenza per 19.250 milioni attribuibili esclusivamente all'Inps (+19.279 milioni, di cui 7.774 milioni sono relativi all'anticipazione di bilancio sul fabbisogno finanziario delle gestioni previdenziali; 5.000 milioni sono imputabili all'ex INPDAP e circa 3.000 milioni sono inerenti le agevolazioni contributive e gli esoneri);
- maggiori trasferimenti alle Regioni per 4.381 milioni, di cui 2.627 milioni si riferiscono alle somme da erogare alle Regioni a Statuto Ordinario a titolo di compartecipazione IVA e circa 2.500 milioni riguardano il Fondo nazionale per il concorso finanziario dello Stato, agli oneri del trasporto pubblico locale, compreso quello ferroviario. Tale fondo è stato istituito a decorrere dal 2013, dall'articolo 1, comma 301 della legge n. 228/2012), con conseguente riduzione della compartecipazione al gettito dell'accisa sul gasolio per autotrazione da destinare alle Regioni a statuto ordinario (-874 milioni);
- minori trasferimenti agli Enti locali per 6.755 milioni, attribuibili per:
 - 4.586 milioni inerenti la soppressione del fondo sperimentale di riequilibrio, di cui all'articolo 2 del decreto legislativo 14 marzo 2011, n. 23, necessaria per dotare inizialmente il fondo di solidarietà comunale (+1.568 milioni), previsto dall'articolo 1, comma 380, della legge n. 228/2012;
 - 2.419 milioni, in quanto nel solo anno 2012, ai sensi dell'articolo 9, comma 1, del Decreto legge n. 669 /1996, si è provveduto al ripiano del conto sospeso per anticipazioni di tesoreria di parte corrente.

2.5.2 Pagamenti in conto capitale

Nell'ambito dei pagamenti in conto capitale, non aventi impatto diretto sull'indebitamento netto delle Pubbliche Amministrazioni, i contributi agli investimenti alle Amministrazioni locali diminuiscono di 508 milioni; in particolare, quelli relativi alla Regioni registrano una flessione di circa 750 milioni, per effetto di minori contributi a favore dell'edilizia sanitaria e ospedaliera e del termovalorizzatore di Acerra. A tale riduzione si contrappone l'incremento dei contributi per gli investimenti agli enti locali per 219 milioni quale risultante dell'aumento delle somme da trasferire agli Uffici speciali per l'Aquila e ai comuni del cratere per ricostruzione e il rilancio- sisma 2009 (+1.002 milioni), e della contrazione del ripiano del conto sospeso per anticipazioni di tesoreria di parte capitale (-760 milioni), previsto per il solo anno 2012, ai sensi dell'articolo 9, comma 1, del Decreto legge n. 669 /1996;

Da ultimo, le erogazioni per le acquisizioni di attività finanziarie passano da 1.205 milioni, nel primo semestre 2012, a 7.269 milioni, nel primo semestre del 2013. L'incremento è pari a 6.064 milioni, di cui:

- 2.924 milioni concernono i pagamenti a favore del fondo per assicurare agli Enti territoriali la liquidità per i pagamenti dei debiti certi, liquidi ed esigibili, istituito ai

sensi dell'articolo 1, comma 10, del decreto-legge n. 35 del 2012, con particolare riferimento alla sezione degli Enti locali (2.000 milioni) e alla sezione delle Regioni e alle Province (924 milioni);

- 2.017 milioni sono connessi alle erogazioni relative alla partecipazione dell'Italia all'aumento di capitale della Banca europea per gli investimenti, ai sensi dell'articolo 1, comma 172, della legge n.228/2012.

Tale incremento è in parte compensato dalla cessazione, rispetto all'esercizio precedente, delle erogazioni di prestiti in favore della Grecia (-1.132 milioni).

3 IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

3.1 La consistenza del debito nel settore statale

Al 30 giugno 2013 la consistenza del debito del settore statale è risultata pari a 1.885.816 milioni, con un incremento in valore assoluto che si attesta a 67.041 milioni nell'arco dei dodici mesi, corrispondente ad una variazione percentuale del 3,7 per cento mentre, rispetto a fine marzo 2013, l'aumento registrato è risultato pari a 9.786 milioni, corrispondente ad una crescita dello 0,5 per cento.

3.1.1 Scadenze dei titoli di Stato

Nel secondo trimestre 2013, il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 98.142 milioni, con un incremento del 4,4 per cento rispetto ai 93.966 milioni rimborsati nello stesso trimestre del 2012.

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

	II trimestre 2012	III trimestre 2012	IV trimestre 2012	I trimestre 2013	II trimestre 2013
Totali a breve termine	62.648	56.207	60.273	60.345	49.975
di cui: BOT	59.383	54.341	58.600	59.645	49.975
Commercial Paper	3.265	1.866	1.673	700	
Totali a medio-lungo termine	31.318	39.357	65.409	21.058	48.167
di cui: CTZ, CCT e BTP	27.339	39.087	62.368	21.058	46.309
Titoli esteri	3.979	270	3.041		1.858
TOTALE	93.966	95.564	125.682	81.403	98.142

Nel comparto a breve termine si sono registrate scadenze per 49.975 milioni rappresentati esclusivamente da BOT, mentre nel secondo trimestre 2012 erano stati rimborsati 62.648 milioni, di cui 59.383 milioni di BOT e 3.265 milioni di *Commercial Paper*. Questa marcata riduzione è anche riconducibile alle scadenze di strumenti a 3 mesi e con scadenza non standard (cosiddetti BOT flessibili) assenti nel trimestre in esame che invece ammontavano a complessivi 10.500 milioni l'anno prima.

Nel comparto a medio-lungo termine i rimborsi sono risultati pari a 48.167 milioni, rappresentati sia da emissioni domestiche per 46.309 milioni, sia da titoli esteri per 1.858 milioni. Nel secondo trimestre 2012 erano stati invece rimborsati complessivi 31.318 milioni, di cui 27.339 milioni di titoli domestici e 3.979 milioni di titoli esteri. Nell'ultimo trimestre 2013, infatti, l'ammontare delle scadenze di BTP sono state all'incirca il doppio di quelle del corrispondente periodo del 2012.

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

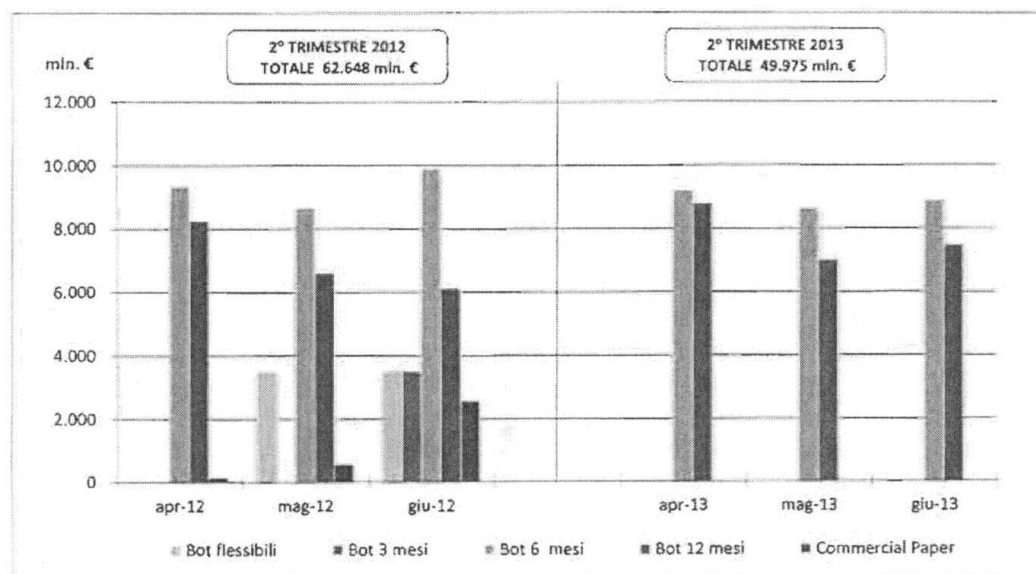
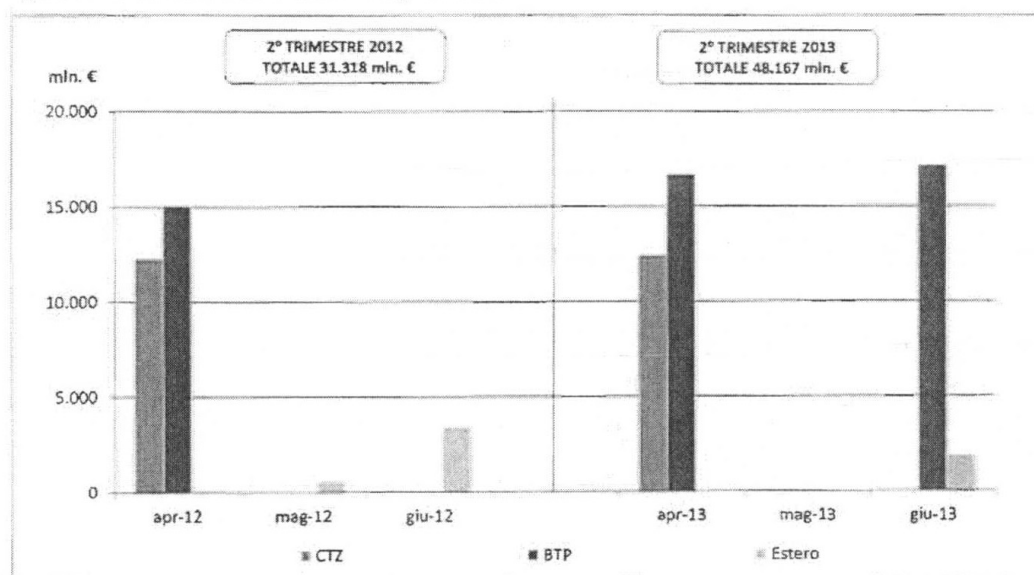


Figura 3-2: Titoli in scadenza a medio – lungo termine.



3.1.2 Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

Durante il secondo trimestre del 2013, i rendimenti in asta dei titoli di Stato hanno registrato un calo su tutti i segmenti della curva dovuto principalmente all'effetto delle politiche accomodanti delle maggiori banche centrali mondiali, le quali hanno continuato ad immettere liquidità nel sistema finanziario; anche la formazione del nuovo governo, avvenuta nell'ultima settimana di aprile, ha contribuito al miglioramento del clima di mercato. La tendenza al ribasso si è però momentaneamente interrotta verso la fine del trimestre a causa dell'annuncio del graduale disimpegno della FED dai piani di acquisto mensili, oltre che per i timori di un nuovo rallentamento della ripresa nell'area dell'euro.

In un quadro economico-finanziario caratterizzato da tassi di interesse storicamente bassi, la politica di emissione in questo trimestre ha sostanzialmente continuato l'approccio seguito nei trimestri precedenti, caratterizzato dal ritorno all'emissione sui segmenti più lunghi della curva dei rendimenti, e al minore utilizzo delle riaperture dei titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*), che nel trimestre in esame sono state circoscritte a tre soli titoli, mentre vi era stato un ampio ricorso alle stesse nei momenti più acuti della crisi.

In questo trimestre, le emissioni totali di titoli di Stato sono risultate pari a complessivi 138.162 milioni.

Sul mercato interno sono stati emessi 137.612 milioni di titoli di Stato, con un marcato incremento del 26,6 per cento rispetto ai 108.718 milioni del corrispondente trimestre del 2012.

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

	II trimestre 2012	III trimestre 2012	IV trimestre 2012	I trimestre 2013	II trimestre 2013
Totali a breve termine	61.076	61.277	45.479	65.327	56.520
BOT	57.475	59.531	44.975	65.327	56.470
Commercial Paper	3.601	1.746	504		50
Totali a medio-lungo termine	51.244	46.229	67.575	66.316	81.642
CTZ	9.241	10.262	7.025	13.376	9.550
BTP	35.306	32.729	39.167	42.682	43.455
BTP€i	2.702	2.295	2.150	5.181	2.888
BTP ITALIA	1.738		18.018		17.056
CCT	2.256	943	1.165	5.077	8.193
Titoli esteri					500
TOTALE	112.319	107.506	113.004	131.643	138.162

Nel comparto a breve termine, le emissioni di BOT sono state pari a 56.470 milioni (di cui 3.000 milioni flessibili, 3.000 milioni trimestrali, 27.600 milioni semestrali e 22.870 milioni annuali), con una diminuzione pari a -1,75 per cento rispetto al secondo trimestre del 2012.

Le emissioni nette del BOT semestrale, svolte nelle aste di fine mese, sono risultate positive per 900 milioni di euro. Il BOT annuale, offerto con regolarità a metà mese, ha registrato emissioni nette negative per 405 milioni.

Date le esigenze della tesoreria, si è fatto ricorso sia al BOT a 3 mesi che al titolo flessibile, entrambi per importi netti pari a +3.000 milioni.

Nel periodo in esame, i rendimenti all'emissione sono ulteriormente diminuiti fino a maggio, rispetto ai collocamenti del precedente trimestre, sia per quanto riguarda il titolo semestrale, il cui tasso si è collocato poco sopra lo 0,5 per cento, sia per il titolo annuale, che ha raggiunto circa lo 0,7 per cento. Tale tendenza si è invertita nel mese di giugno, date le tensioni che si riaccendevano nei mercati del debito sovrano nella periferia dell'area dell'euro.

Il rendimento a 6 mesi è aumentato (1,06%) collocandosi al di sopra di quello ad un anno (0,97%) e registrando un incremento superiore anche in confronto ai tassi a più lunga scadenza.

Alla fine del trimestre, lo stock dei BOT registrava un aumento sia rispetto al dato di fine marzo, pari a +6.494 milioni, che in confronto a giugno 2012, pari a +3.741 milioni. Il circolante dei BOT si è attestato all'8,66 per cento sul totale del debito del settore statale, in confronto all'8,77 per cento di un anno prima.

Nel comparto a 24 mesi sono proseguite regolarmente fino a maggio le emissioni del CTZ 31/01/13 – 31/12/14. Il titolo ha raggiunto un livello di circolante pari a 15.045 milioni. Nell'operazione regolata il 28 giugno è stato inaugurato il CTZ 28/06/13 – 30/06/15, di cui sono stati collocati 4.550 milioni, con un rendimento lordo del 2,4 per cento in crescita di 129 punti base (p.b.) rispetto al precedente collocamento.

Le emissioni lorde del CTZ sono state pari a 9.550 milioni. A fronte della scadenza di 12.442 milioni, gli importi netti in emissione sono stati negativi per 2.892 milioni. Durante il 2013 scadranno CTZ per circa 23 miliardi, un volume inferiore di circa il 50 per cento in confronto a quello dello scorso anno.

A fine giugno 2013 lo stock dei titoli a 24 mesi registrava un incremento di +4.437 milioni rispetto al valore di giugno 2012, mentre nell'arco del trimestre è diminuito in misura pari alle emissioni nette. I CTZ hanno quindi rappresentato il 3,8 per cento dello stock del debito, rispetto al 3,7 per cento del precedente anno.

Per quanto riguarda i BTP, si è continuato a registrare il rinnovato interesse degli investitori domestici ed esteri i quali, già da alcuni trimestri, sono tornati ad investire su tutti i segmenti della curva, come testimoniato anche dalla buona domanda espressa dal mercato per il nuovo titolo trentennale emesso nel mese di maggio. La ritrovata normalizzazione sui segmenti a più lungo termine ha consentito una rimodulazione delle emissioni a favore dei comparti a 10, 15 e 30 anni, in cui sono state registrate emissioni nette positive, mentre le emissioni nette nei comparti a 3 e 5 anni sono risultate negative. Anche l'eccezionale importo collocato con i BTP Italia, che hanno scadenza quadriennale, ha favorito l'alleggerimento dei collocamenti nei segmenti a più breve termine della curva BTP.

La modalità d'asta adottata è stata ancora quella marginale con fissazione discrezionale del prezzo, in cui sia i titoli *on-the-run* che gli *off-the-run* sono stati proposti ciascuno con il proprio intervallo di offerta. L'unica emissione *off-the-run* per questa tipologia di titoli si è avuta nell'asta di metà maggio in cui è stato proposto il BTP 01/09/2010 – 01/03/2026 con vita residua di 13 anni.

Le emissioni lorde relative al secondo trimestre sono state pari a 43.455 milioni, con un incremento del 23,08 per cento rispetto ai 35.306 milioni dello stesso periodo del 2012. Ad esclusione dei titoli *off-the-run*, complessivamente sono stati collocati 11.440 milioni di BTP nel comparto fino a tre anni, 11.126 milioni nel comparto fino a cinque anni, 9.996 milioni in quello compreso tra i sei e i dieci anni, 3.394 milioni in quello compreso tra gli 11 e i 15 anni e 6.000 milioni nel comparto fino a 30 anni. Infine, l'unica emissione di titoli *off-the-run* ha interessato il segmento di curva compresa tra gli 11 e i 15 anni per un importo pari a 1.500 milioni mentre, nello stesso trimestre dello scorso anno, i titoli *off-the-run* collocati avevano raggiunto i 6.810 milioni.

Nella parte più a breve termine della curva, il trimestre è iniziato con l'inaugurazione del nuovo BTP 15/04/2013 – 15/05/2016, con cedola annuale del 2,25 per cento, offerto anche nelle aste di metà maggio e giugno, il cui circolante a fine trimestre si è attestato a 11.440 milioni.

Anche nel comparto a cinque anni, nell'asta di fine marzo, regolata il 2 aprile, è stato inaugurato il nuovo titolo *benchmark*, il BTP 02/04/2013 – 01/06/2018, con cedola annuale del 3,50 per cento, pagata semestralmente a giugno e dicembre e con un primo *short coupon*, corrisposto il 1° giugno 2013. Il titolo ha continuato ad essere offerto con regolarità anche nelle successive aste, totalizzando a fine trimestre un circolante pari a circa 11 miliardi.

Nel comparto a dieci anni, sono state emesse ulteriori sei *tranche* del BTP 01/03/2013 – 01/05/2023, con cedola del 4,50 per cento, il quale era stato inaugurato lo scorso trimestre. A fine giugno il circolante del titolo decennale è risultato pari a 15.196 milioni.

Come già riportato in precedenza, si segnala la ritrovata continuità nelle emissioni sul comparto a più lungo termine rispetto allo stesso trimestre dell'anno precedente, segmento che aveva particolarmente sofferto dell'elevata volatilità dei mercati finanziari che ancora si registrava nella prima metà dello scorso anno.

Nel comparto a 15 anni, sono proseguite le emissioni del BTP 22/01/2013 – 01/09/2028 con cedola del 4,75 per cento, inaugurato lo scorso gennaio. Nel corso del trimestre sono state emesse altre quattro *tranche* del suddetto titolo, determinando alla fine del periodo considerato un circolante di circa 11,4 miliardi di euro. Inoltre, nello stesso comparto nell'asta di metà maggio è stato riaperto un titolo *off-the-run* con vita residua di 13 anni, il BTP 01/09/2010 – 01/03/2026, con cedola del 4,50 per cento, il cui circolante a fine periodo si attestava a 20.733 milioni.

Infine, nel mese di maggio il Tesoro ha inaugurato il nuovo titolo *benchmark* a 30 anni ritornando ad emettere anche sul segmento a più lungo termine, dopo una lunga assenza su questo tratto di curva, se si escludono le due *tranche* emesse a febbraio del precedente trentennale. Nel dettaglio, il nuovo BTP 01/03/2013 – 01/09/2044, con cedola annua del 4,75 per cento, regolato il 22 maggio, è stato collocato tramite sindacato composto da un gruppo di cinque banche selezionate tra gli operatori Specialisti in titoli di Stato (*BNP Paribas, Citigroup Global Markets Ltd., Deutsche Bank A.G., UBS Ltd. e UniCredit S.p.A.*). L'importo emesso è stato pari a 6.000 milioni ed è stato assegnato principalmente a soggetti con un orizzonte di investimento di lungo periodo, quali fondi pensione e compagnie d'assicurazione, ai quali è andato il 40,0 per cento dell'emissione, oltre che a *fund managers*, che si sono aggiudicati circa il 39 per cento dell'ammontare complessivo. Rilevante la presenza di investitori esteri, ai quali è stato allocato il 53 per cento dell'emissione, tra cui si segnalano in particolare gli investitori provenienti da Regno Unito e Stati Uniti, i quali si sono aggiudicati rispettivamente il 26,1 per cento e il 9,4 per cento dell'importo collocato.

Nei primi due mesi di questo trimestre, i rendimenti in asta dei BTP, rispetto al trimestre precedente, hanno confermato il generale *trend* di discesa iniziato già durante la seconda metà del 2012 e proseguito, seppur con alcuni momenti di rinnovata tensione, anche nei primi mesi del 2013, ad esclusione della seconda metà di giugno in cui questa tendenza si è momentaneamente invertita.

Nel dettaglio, nel mese di maggio il BTP a 3 anni registrava il suo rendimento minimo all'interno del trimestre portandosi al 1,92 per cento rispetto al 2,48 per cento osservato nell'ultima asta dello scorso trimestre, per poi risalire al 2,38% nell'asta di metà giugno. Per i BTP a 5 e 10 anni il tasso minimo è stato registrato nelle aste di fine aprile, con regolamento il 2 maggio, che hanno fatto segnare un rendimento rispettivamente del 2,84 e 3,94 per cento, in deciso calo rispetto al 3,59 e al 4,83 per cento dell'ultima asta dello scorso trimestre. Buona anche la *performance* del titolo a 15 anni, il cui rendimento minimo nel corso del trimestre è

stato osservato nell'asta di metà giugno, attestandosi al 4,67 per cento contro il 4,90 per cento registrato a metà marzo.

Nel complesso, il circolante dei BTP ha registrato un aumento pari a +9.588 milioni, rispetto al trimestre precedente, e di +48.306 milioni, nell'arco dei dodici mesi. In termini percentuali, alla fine del secondo trimestre i BTP hanno raggiunto una quota del 59,60 per cento sullo stock complessivo del debito del settore statale, registrando un aumento di circa mezzo punto percentuale rispetto a giugno 2012.

Nel trimestre considerato, il Tesoro ha emesso diverse tranches dei Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione dell'area euro (con esclusione dei prodotti a base di tabacco) per i quali dall'inizio dell'anno, così come per i CTZ, si è scelto di anticipare di un giorno la data di comunicazione delle caratteristiche del titolo e della quantità offerta.

Nel comparto quinquennale, nel corso del trimestre in esame, sono proseguiti i collocamenti del BTP€i 31/01/2013 – 15/09/2018 con cedola reale del 1,70 per cento, proposto nelle aste di fine mese di maggio e giugno. Il circolante del suddetto titolo ha raggiunto alla fine del periodo considerato un ammontare di circa 5 miliardi. Nel comparto decennale, il Tesoro non ha emesso il titolo in corso di emissione, preferendo collocare nell'asta di fine aprile 750 milioni di un titolo *off-the-run*, il BTP€i 15/03/2007 – 15/09/2023 con vita residua di 10 anni e cedola reale del 2,60 per cento. Nel comparto con scadenza 15 anni sono stati emessi circa 564 milioni del BTP€i 15/03/2011 – 15/09/2026 con cedola reale del 3,10 per cento.

Nel periodo in esame, il circolante rivalutato per l'inflazione è cresciuto per un importo pari a +4.855 milioni su base trimestrale mentre, nell'arco dei dodici mesi, si è registrato un incremento pari a +1.210 milioni. In termini percentuali, i titoli indicizzati rappresentavano il 6,94 per cento dello stock complessivo di debito del settore statale rispetto al 7,13 per cento del secondo trimestre 2012.

Sempre nel comparto dei titoli indicizzati, nel corso del secondo trimestre 2013 è avvenuta la quarta emissione di BTP Italia, che aveva debuttato sul mercato il primo trimestre dello scorso anno. Caratteristiche del titolo sono l'indicizzazione all'inflazione italiana (Indice FOI, senza tabacchi - Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati), la durata quadriennale e la rivalutazione del capitale corrisposta semestralmente, studiato per raggiungere l'investitore *retail*. Per questa quarta emissione il tasso cedolare annuo minimo garantito annunciato e poi confermato al termine del periodo di collocamento è stato del 2,25 per cento, i *dealers* selezionati sono stati Banca IMI e UniCredit, mentre i *co-dealers* scelti sono stati Banca Akros S.p.A. e Banca Sella Holding S.p.A. L'eccezionale domanda manifestata durante il primo giorno di collocamento ha indotto il Tesoro ad avvalersi della facoltà di chiudere in anticipo il periodo di collocamento, il quale è stato interrotto già alla fine della seconda giornata, coerentemente con quanto pubblicato sul decreto di emissione e sui comunicati stampa diffusi. L'importo collocato è stato pari a 17.056 milioni a fronte di quasi duecentomila contratti stipulati. A dimostrazione del successo di questo strumento nel segmento *retail*, si evidenzia che oltre il 50 per cento dei contratti conclusi sul MOT è stato di importo inferiore ai 20.000 euro, mentre se si considerano contratti fino a 50.000 euro si arriva a oltre l'80 per cento del totale. In linea con l'emissione dell'ottobre scorso, anche questo collocamento ha visto la presenza di investitori istituzionali con una presenza non marginale di quelli esteri, quantificabili intorno al 12 per cento del totale emesso. Degli ordini ricevuti attraverso le reti bancarie è stato stimato che circa il 30 per cento sia avvenuto attraverso l'*home banking* – un dato in leggera crescita rispetto ai precedenti collocamenti – confermandosi come uno dei canali distributivi più apprezzati dagli investitori.

Alla fine del trimestre di riferimento, il circolante rivalutato per l'inflazione relativo ai BTP Italia è cresciuto per un importo di +17.054 rispetto al trimestre precedente e di +35.056 milioni di euro rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno.

Complessivamente il comparto degli indicizzati composto dai BTP*€i* e i BTP Italia totalizza un ammontare rivalutato per l'inflazione pari a 175.065 milioni, con un cospicuo aumento del 26,13 per cento rispetto ai 138.798 milioni del secondo trimestre del 2012.

Nel comparto del tasso variabile, si è svolta l'emissione conclusiva del CCTeu 15/12/2011 – 15/06/2017, con spread di 250 p.b. sul tasso Euribor a 6 mesi. Il circolante del titolo si è attestato sui 9,5 miliardi. Con l'asta regolata il 15 maggio è stato quindi inaugurato il CCTeu 01/05/2013 – 01/11/2018, con spread di 180 p.b., il quale, considerato l'importo relativo anche all'asta di metà giugno, è risultato collocato per complessivi 5.262 milioni. Il rendimento nell'ultima operazione è stato del 2,61 per cento, in leggero rialzo rispetto al minimo del trimestre toccato in maggio. C'è stato anche una riapertura *off-the-run* riguardante il CCTeu 15/04/2011-15/04/2018, con vita residua di 5 anni e circolante pari a circa 12,5 miliardi.

Nel 2013, il volume di CCT (comprensivi sia dei vecchi CCT che dei CCTeu) in scadenza si ridurrà ulteriormente, passando dai 26,4 miliardi del 2012 ai 14,2 miliardi del 2013. La diminuzione dei titoli in scadenza e il ritorno all'emissione con periodicità mensile dovrebbe determinare per quest'anno un lieve incremento in termini percentuali dello stock dei titoli a tasso variabile nella composizione del debito. Il circolante del titolo a tasso variabile è aumentato nell'arco dei tre mesi, di 8.193 milioni. Nell'arco dei dodici mesi l'incremento è stato inferiore risultando pari a +247 milioni di euro. In termini percentuali, i CCT rappresentavano a fine trimestre il 7,15 per cento dello stock complessivo di debito, rispetto al 7,40 per cento dell'anno precedente.

In conclusione, nel secondo trimestre 2013, il totale dei titoli emessi sul mercato interno nei comparti BTP (nominali e indicizzati all'inflazione) e CCT è stato pari a 71.592 milioni, a fronte dei 42.002 milioni emessi nello stesso periodo del 2012.

3.1.3 Gestione della liquidità

Le disponibilità attive del Tesoro²⁷ 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 dagli impieghi effettuati dal Tesoro presso il sistema bancario, attraverso le quotidiane operazioni di tesoreria (cosiddetta operatività OPTES). Quest'ultima prevede lo svolgimento di un'asta mattutina, di un'eventuale asta pomeridiana e, residualmente, di operazioni bilaterali, finalizzate all'impiego o alla raccolta della liquidità sul mercato monetario, tramite operazioni con regolamento nella giornata lavorativa immediatamente seguente a quella della contrattazione (durata *overnight*).

Nel periodo in esame, le offerte di liquidità al sistema bancario hanno registrato un importo medio di 3.909 milioni di euro ed un tasso medio ponderato di assegnazione compreso nell'intervallo 0,10 – 0,22 per cento. Queste operazioni di impiego delle disponibilità

²⁷ A seguito del sistema di gestione giornaliera della liquidità del Conto disponibilità disciplinato dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011.

liquide hanno continuato a svolgersi in un contesto di mercato caratterizzato, in genere, da una domanda ridotta, a seguito delle misure non convenzionali di rifinanziamento varate dalla BCE alla fine di dicembre 2011, le quali hanno soddisfatto le esigenze di liquidità degli istituti bancari.

3.1.4 Operazioni sui mercati esteri

Nel secondo trimestre 2013, l'ammontare dei titoli esteri rimborsati è stato di 1.858 milioni di euro determinati dalla scadenza di un titolo *Global* a tasso fisso.

Per quanto riguarda le emissioni, sul comparto di mercato monetario, di durata inferiore all'anno, nel mese di giugno c'è stata l'emissione di una *Commercial Paper*, denominata in euro e di importo pari a 50 milioni. Sul comparto a medio-lungo termine, per il programma *Medium Term Note*, il 28 maggio è stato effettuato un piazzamento privato a tasso fisso pari al 4,75% e per un importo nominale di 500 milioni di euro, con scadenza maggio 2063.

3.1.5 Evoluzione dei rendimenti

Nel secondo trimestre 2013 la politica monetaria nelle principali economie avanzate ha mantenuto l'impostazione accomodante, a fronte di una ripresa a livello mondiale che rimane modesta e fragile. In particolare i maggiori rischi sono legati alle previsioni di rallentamento dell'economia cinese, a seguito della contrazione creditizia sul mercato interbancario del Paese.

Nella riunione del 2 maggio, il Consiglio direttivo della BCE ha annunciato la riduzione di 25 punti base (p.b.) del tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, portandolo allo 0,50 per cento, e di 50 p.b. del tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, fissato all'1 per cento. Il tasso sui depositi presso la BCE è stato invece mantenuto al precedente livello (0,0%). Secondo le intenzioni dell'istituto di Francoforte, i tassi di interesse di riferimento dovrebbero mantenersi sui livelli attuali o inferiori ancora a lungo.

Tale decisioni sono state valutate coerenti con le aspettative di inflazione per l'area dell'euro, che è lievemente diminuita rispetto alla fine del primo trimestre attestandosi sull'1,6 per cento, come sempre misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) nell'area dell'euro. Allo stesso tempo, secondo il Consiglio direttivo, la riduzione dei tassi di interesse dovrebbe contribuire a sostenere la ripresa economica, a fronte sia della perdurante debolezza del clima di fiducia registrato dall'inizio dell'anno, sia di una domanda interna e mondiale più debole delle attese. Sono state infatti confermate, almeno fino alla metà del 2014, anche le operazioni di rifinanziamento principali (MRO) e a più lungo termine (LTRO) condotte mediante aste a tasso fisso e con piena aggiudicazione degli importi richiesti.

A seguito del consolidamento della ripresa nell'economia americana, evidenziata dal miglioramento dei dati sul mercato del lavoro, il *Federal Open Market Committee* (FOMC) ha annunciato il 19 giugno il graduale rallentamento delle misure non convenzionali di acquisto di obbligazioni per 85 miliardi di dollari al mese. Tuttavia, è stato assicurato che tali acquisti continueranno per tutto il 2013, mentre una progressiva riduzione delle misure di *Quantitative Easing* dovrebbe avvenire nel corso del 2014, a condizione che continui il miglioramento dell'economia americana. Il tasso ufficiale sui *Federal Funds* è rimasto compreso entro l'intervallo obiettivo dello 0 – 0,25 per cento.

Tra la fine di marzo e il 30 aprile i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine con tripla A dell'area dell'euro sono cresciuti di circa 30 p.b., collocandosi sul 2 per cento, a fronte

soprattutto dei segnali di cambiamento nell'orientamento della politica monetaria negli Stati uniti. Tale variazione potrebbe, secondo la BCE, tuttavia indicare anche un accenno di miglioramento delle prospettive economiche.

All'inizio del trimestre in esame l'andamento dei rendimenti è stato influenzato dalle rilevanti modifiche apportate dalla Banca del Giappone alla politica monetaria, in particolare la decisione di incrementare gli acquisti mensili di titoli di Stato, inclusi quelli a più lunga scadenza, fino a 7.000 miliardi di yen, in modo da portarli a circa 50.000 miliardi di yen all'anno. La liquidità immessa ha così favorito anche gli investimenti verso i titoli di Stato dei paesi periferici dell'area dell'euro, contribuendo al miglioramento della performance sul mercato secondario e alla buona domanda sulle emissioni a medio-lungo termine.

Oltre al buon esito delle aste, che ha riguardato soprattutto i collocamenti di Italia e Spagna, i rendimenti nella periferia dell'area dell'euro hanno reagito positivamente a notizie quali l'approvazione, da parte dell'Eurogruppo, della proroga di sette anni per i prestiti concessi a Irlanda e Portogallo e dell'erogazione della successiva tranche di aiuti per la Grecia, nonché l'approvazione del Parlamento cipriota all'accordo con l'UE sul piano di salvataggio.

In Italia, il ritorno degli investitori esteri e la distensione della situazione politica dopo l'annuncio della formazione del nuovo governo, hanno sostenuto la riduzione dei rendimenti medi all'emissione nelle aste dei titoli di Stato i quali si sono collocati poco sopra al 2 per cento, valore prossimo ai minimi storici degli ultimi dieci anni.

La diminuzione dei rendimenti è quindi proseguita anche nel mese di maggio. In particolare, il 29 maggio la Commissione europea ha presentato la raccomandazione relativa alla sospensione della Procedura per i Disavanzi Eccessivi nei confronti dell'Italia (chiusa definitivamente il 21 giugno), chiedendo allo stesso tempo di assicurare un deficit inferiore al 3 per cento nel 2013, di perseguire l'aggiustamento strutturale a un ritmo appropriato e attraverso un consolidamento favorevole alla crescita, in modo da raggiungere gli obiettivi di medio termine a partire dal 2014 e una diminuzione regolare dell'alto debito.

Peraltro, alla fine di maggio, si evidenziava un nuovo aumento dei rendimenti su alcuni segmenti in difficoltà dei mercati dei titoli di Stato dell'area dell'euro, a fronte dei timori di un ridimensionamento delle misure di *Quantitative Easing* della *Federal Reserve* dopo la pubblicazione di dati economici positivi relativi al primo trimestre.

Nell'ultimo mese del periodo in rassegna, l'aumento dei rendimenti nella periferia dell'area dell'euro è proseguito sulla scorta delle dichiarazioni da parte delle banche centrali europea e statunitense. Nella riunione del 6 giugno infatti il Consiglio direttivo della BCE ha fatto intendere di non voler ricorrere a tassi negativi sui depositi nel breve termine. La tendenza al rialzo è risultata anche più accentuata dopo l'annuncio del FOMC del 19 giugno riguardante il progressivo abbandono delle misure non convenzionali.

Tuttavia, verso la fine del trimestre, le tensioni sui rendimenti sono andate nel complesso attenuandosi, nonostante l'emergere di nuove problematiche politiche in Grecia.

I differenziali di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto agli omologhi titoli tedeschi (*spread*) sono sensibilmente diminuiti per Italia (65 p.b.) e Spagna (74 p.b.), mentre più modesta è stata la riduzione per Francia (12 p.b.) e Belgio (4 p.b.).

In dettaglio, lo *spread* del BTP decennale si è ridotto dai 346 p.b. registrati alla fine del primo trimestre 2013, fino ai 281 p.b. della fine di giugno. Il calo si è interrotto solo nella terza decade di giugno in cui è variato tra i 290 p.b. e i 308 p.b., a seguito delle suddette dichiarazioni del FOMC e delle tensioni politiche in Grecia, per poi diminuire nuovamente negli ultimi giorni del trimestre.

Il differenziale nel comparto a trent'anni è diminuito di 44 p.b., passando dai 303 p.b. di fine marzo ai 259 p.b. della fine del secondo trimestre.

La riduzione della rischiosità percepita sui titoli di Stato italiani è stata rilevata anche attraverso i differenziali in *asset swap*. In dettaglio, lo *spread* del titolo a tre anni si è attestato

sui +176 p.b. di fine giugno, diminuendo di 35 p.b. rispetto ai +211 p.b. della fine di marzo. Sulla parte lunga della curva i differenziali del titolo decennale hanno registrato un sostanziale calo di 65 p.b., passando dai 314 p.b. del precedente trimestre ai 249 p.b. di fine giugno. Più moderato (28 p.b.) è risultata la riduzione dello spread trentennale, variato tra i 277 p.b. di marzo e 249 p.b. alla fine del secondo trimestre.

La curva dei rendimenti del debito italiano ha registrato uno spostamento verso il basso su tutte le scadenze. Nel trimestre in esame, i rendimenti sono diminuiti di 6 p.b. per il BOT a un anno, di 9 p.b. per il BTP quinquennale, di 21 p.b. per il BTP decennale e di 17 p.b. per il titolo trentennale. Decisamente più accentuata è risultata la riduzione nell'arco dei dodici mesi. Infatti, i rendimenti si sono ridotti di 188 p.b. per il BOT annuale, di 171 p.b. per il BTP quinquennale, di 128 p.b. per il BTP decennale e di 119 p.b. per il titolo trentennale.

La vita media ponderata dei titoli di Stato si è attestata sul valore di 77,56 mesi alla fine del secondo trimestre 2013, rimanendo sostanzialmente stabile rispetto a quanto registrato nel primo trimestre.

3.1.6 Altre passività del settore statale

In questo paragrafo si esaminano le altre componenti del debito a carico del settore statale.

L'importo delle monete in circolazione, insieme ad una posta minore riguardante depositi di terzi a garanzia della gestione di contabilità speciali, sono evidenziate nell'ambito di un'apposita voce denominata "Monete in circolazione". Tale valore, al 30 giugno 2013, risultava complessivamente pari a 4.321 milioni.

I conti correnti depositati presso la Tesoreria centrale dello Stato, in quanto crediti vantati nei confronti dello stesso da parte di soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione, vengono rappresentati tra le partite debitorie a carico del settore statale. L'importo totale afferente alla voce "C/C presso la Tesoreria" ammontava a 132.482 milioni alla fine del secondo trimestre 2013, facendo registrare un lieve aumento rispetto al 30 giugno 2012, pari a +625 milioni, mentre nell'arco del trimestre si registrava un marcato calo, pari a -4.890 milioni.

La componente maggiormente rilevante compresa in questa voce è quella relativa alle giacenze sui conti correnti di Tesoreria intestati a Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., che alla fine del trimestre in esame è risultata pari a 127.871 milioni.

L'ammontare delle giacenze sui conti correnti dei soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione diversi da Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. si è attestato a 4.611 milioni.

I conti correnti postali intestati a privati, che successivamente al marzo del 2007 (in base al comma 1099 dell'articolo 1 della legge 296/2006) hanno fatto registrare una significativa diminuzione, al 30 giugno 2013 sono risultati negativi per oltre 466 mila euro, evidenziando un ulteriore decremento superiore a 890 milioni di euro rispetto al secondo trimestre 2012.

L'importo relativo ai buoni postali fruttiferi, alla fine del secondo trimestre dell'anno, è risultato pari a 18.653 milioni, con una riduzione pari a -1.770 milioni registrata nel corso degli ultimi dodici mesi.

Il saldo attivo netto delle posizioni del Tesoro con Banca d'Italia alla fine del trimestre di riferimento è risultato pari a 75.567 milioni, mostrando così un marcato incremento nell'ultimo trimestre pari a +30.357 milioni. Rispetto al saldo al 30 giugno 2012, che risultava di 45.215 milioni, si evidenzia un aumento pari a +30.352 milioni, determinato, soprattutto, dal

marcato incremento del livello del Conto disponibilità e, in parte, dalle giacenze depositate sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato.

La consistenza del Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato è infatti cresciuta nel corso del trimestre di riferimento, a fronte dell'afflusso del corrispettivo definitivo versato da Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. per l'acquisizione della partecipazione detenuta dallo Stato nelle società *Sace* e *Simest*. Al 30 giugno 2013 il saldo del Fondo ammontava a 3.857 milioni.

Il totale attivo è rappresentato al netto di alcune poste minori di debito inerenti al rapporto Tesoro-Banca d'Italia, risultate pari a circa 83 milioni alla fine del secondo trimestre. Il debito del settore statale è riportato al netto di tale saldo.

Nell'ambito dei prestiti vengono registrati i mutui contratti con le controparti bancarie dalle amministrazioni centrali, nonché i prestiti contratti dalle amministrazioni locali e dagli altri enti il cui onere di rimborso sia a carico dello Stato.

I prestiti sono suddivisi in "Prestiti domestici" e "Prestiti esteri", in relazione alla natura della controparte. La componente domestica ricomprende anche i debiti commerciali delle amministrazioni centrali ceduti con clausola pro-soluto al settore finanziario, a seguito della decisione dell'*Eurostat* del 31 luglio 2012 che ha riclassificato dette passività come posta di debito rilevante ai fini della procedura per i disavanzi eccessivi (EDP).

L'importo complessivo relativo alla voce "Prestiti domestici" al 30 giugno 2013 è risultato pari a 44.932 milioni, facendo registrare un incremento dello stock nell'arco degli ultimi dodici mesi pari a +429 milioni.

La componente più consistente di questi prestiti è costituita dai mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A., la cui titolarità giuridica appartiene agli enti locali ma il cui onere di rimborso è integralmente a carico dell'Amministrazione centrale. Tale importo, al 30 giugno 2013, si è attestato a 31.328 milioni.

Un'altra componente dei prestiti domestici è rappresentata dai mutui contratti da Infrastrutture S.p.A. (di seguito ISPA). Si rammenta, infatti, che a seguito della decisione presa da Eurostat a maggio 2005, i debiti emessi originariamente da ISPA per il finanziamento del progetto infrastrutturale Alta Velocità Alta Capacità (AV/AC) sono stati riconosciuti quale debito da registrarsi direttamente a carico del settore statale. I prestiti contratti da ISPA, quindi, sono stati opportunamente ricollocati in base alla residenza della controparte: 500 milioni di euro per i mutui domestici e 1.000 milioni di euro di prestiti contratti con controparti estere. L'ammontare complessivo relativo ai prestiti ISPA, alla fine del primo trimestre, è stato pari dunque a 1.500 milioni.

Le considerazioni fatte per i prestiti sono valide per le obbligazioni ISPA, le quali, quindi, rientrano tra le passività a carico dello Stato. In questo caso, gli importi relativi alle emissioni obbligazionarie sono stati ricompresi nella categoria "titoli di Stato", dove compaiono come voce evidenziata separatamente. Al 30 giugno 2013 il valore complessivo delle obbligazioni ISPA è risultato pari a 9.604 milioni.

Infine, la voce "Prestiti esteri" comprende, oltre ai suddetti mutui contratti da ISPA, tutte le altre passività contratte con controparti non domestiche, come ad esempio la Banca Europea degli Investimenti (BEI). A partire dal marzo del 2011, sono conteggiati in questa voce di debito anche i prestiti a medio e lungo termine in favore di Stati Membri della Unione Monetaria Europea (UEM) erogati pro-quota attraverso lo *European Financial Stability Facility* (EFSF). Il totale dei prestiti esteri si è attestato, al 30 giugno 2013, a 33.706 milioni, evidenziando un incremento nei confronti dell'ammontare rilevato a giugno dello scorso anno pari a +12.393 milioni.

Tabella 3.1.6-1 – Debito: emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Titoli con durata fino a due anni (in milioni di euro)

	Flessibili	BOT			CTZ
		3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi
gen-10		3.500	19.500	7.502	6.501
feb-10			10.738	7.700	3.300
mar-10			9.000	8.145	3.300
apr-10		3.500	9.500	8.250	4.000
mag-10			9.350	6.050	2.524
giu-10		3.000	9.000	6.600	3.000
lug-10			9.900	7.500	2.750
ago-10			9.590	7.150	4.001
set-10		3.500	9.105	7.700	3.000
ott-10			9.000	7.150	2.500
nov-10			8.500	6.050	2.000
dic-10				4.162	
gen-11			17.995	7.700	6.518
feb-11			9.000	8.025	2.500
mar-11		3.500	8.000	8.250	2.500
apr-11			8.525	8.250	3.992
mag-11			8.800	6.600	2.200
giu-11			8.800	6.115	2.750
lug-11			7.500	7.425	1.500
ago-11			8.710	7.150	2.000
set-11	3.000	4.000	8.000	8.250	4.375
ott-11	2.500		9.350	7.700	2.200
nov-11			8.668	5.500	2.200
dic-11				7.700	
gen-12	6.500		17.900	8.500	7.451
feb-12	7.000		9.013	9.153	3.300
mar-12		3.500	8.504	8.685	2.817
apr-12		3.000	9.350	8.800	2.750
mag-12		3.000	8.500	7.000	3.500
giu-12			10.350	7.475	2.991
lug-12			9.775	7.645	2.875
ago-12			10.183	8.229	3.450
set-12		3.000	10.350	10.350	3.937
ott-12		3.000	9.200	9.200	3.000
nov-12			8.625	7.475	4.025
dic-12				7.475	
gen-13			18.650	9.775	7.401
feb-13			10.063	9.665	2.818
mar-13			9.424	7.750	3.156
apr-13		3.000	9.200	8.870	2.500
mag-13	3.000		9.200	7.000	2.500
giu-13			9.200	7.000	4.550