

Nel comparto a 24 mesi, nell'asta regolata il 30 aprile è stato inaugurato il CTZ 30/04/14 – 29/04/16, collocato poi con regolarità e che ha raggiunto un livello di circolante di circa 9,8 miliardi di euro alla fine del periodo considerato.

Le emissioni lorde di CTZ sono state pari a 9.825 milioni, che a fronte di un importo in scadenza di 12.816 milioni, hanno comportato emissioni nette negative per -2.991 milioni.

Anche su questa scadenza, ad aprile si è registrato l'aumento del rendimento lordo all'emissione, salito a 0,79 per cento, che si è mantenuto tale fino all'ultima asta del trimestre in cui è diminuito di circa 20 punti base (p.b.).

A fine trimestre, lo stock del titolo a 24 mesi si è ridotto per -2.991 milioni su base trimestrale, equivalente alle emissioni nette, e per -1.146 milioni rispetto alla fine di giugno dell'anno precedente. Queste variazioni confermano gli effetti della strategia adottata per il 2014, cioè di alleggerimento delle emissioni sugli strumenti a più breve termine, e dell'aumento delle scadenze. I CTZ hanno quindi rappresentato il 3,60 per cento dello stock del debito, rispetto al 3,80 per cento del secondo trimestre del 2013.

Nei comparti dei BTP nominali, si evidenzia come il Tesoro abbia accresciuto l'offerta sulla nuova scadenza settennale, coerentemente alla strategia di graduale allungamento della vita media del debito. Anche le emissioni del BTP decennale, dato il ruolo di riferimento per l'intera curva dei rendimenti nominali italiana, si sono mantenute consistenti e in linea con quelle dei recenti anni, dato l'obiettivo di incrementarne il peso relativo sul totale dei titoli in circolazione. Sui segmenti ultradecennali, le rinvigorate condizioni di domanda e di liquidità hanno creato le premesse per il collocamento sindacato di nuovi titoli.

Nel secondo trimestre 2014 sono stati emessi 53.916 milioni di euro di BTP, come di consueto espressi al netto dei collocamenti in concambio, pari al 24,1 per cento in più rispetto ai 43.455 milioni collocati nel corrispondente trimestre del 2013. Le sole emissioni *on-the-run* sono ammontate a 52.766 milioni distinti in 12.789 milioni del comparto fino a tre anni, 9.930 milioni del comparto fino a cinque anni, 10.284 milioni del titolo a sette anni, 10.201 milioni collocati nel comparto decennale, 7.000 milioni e 2.562 milioni collocati rispettivamente nel comparto compreso tra gli 11 e i 15 anni e in quello compreso tra i 16 e i 30 anni.

Le emissioni *off-the-run* hanno riguardato due titoli con scadenza originariamente trentennale ma con vita residua rispettivamente di 20 anni, collocato per 451 milioni, e di 23 anni, collocato per 699 milioni.

Nel comparto a 3 anni si è concluso il collocamento del BTP 15/01/2014 – 15/12/2016, con cedola nominale annua dell'1,50 per cento, attestatosi su 16 miliardi di euro di circolante. Nell'asta regolata il 15 maggio, è stato inaugurato il BTP 15/05/2014 – 15/05/2017, con cedola dell'1,15 per cento. L'importo complessivo collocato del nuovo *benchmark* triennale è risultato pari a 9.225 milioni a fine trimestre.

Nel comparto a 5 anni sono proseguite le emissioni del BTP 03/02/2014 – 01/05/2019, con cedola del 2,50 per cento, effettuate nelle aste regolate a inizio mese. Il circolante di questo titolo ha quindi raggiunto un ammontare superiore ai 18 miliardi.

Nel comparto a 7 anni sono state collocate due *tranche* del BTP 16/10/2013 – 01/05/2021, con cedola del 3,75 per cento, il quale era stato inaugurato tramite il collocamento sindacato del 16 ottobre 2013. Nell'asta regolata il 16 giugno è stato proposto il nuovo *benchmark* settennale, il BTP 15/06/2014 – 15/12/2021, con cedola del 2,15 per cento, di cui sono stati assegnati al mercato 4.936 milioni.

Nel comparto a 10 anni, il BTP 01/03/2014 – 01/09/2024, con cedola del 3,75 per cento, inaugurato all'inizio di marzo, è stato proposto regolarmente durante tutto il trimestre in esame. Il circolante del titolo è risultato quindi pari a circa 14,5 miliardi di euro.

Nei comparti a più lungo termine, oltre ai suddetti titoli non più in corso di emissione, sono state collocate tranches di titoli *on-the-run* sia sulla scadenza quindicennale che su quella trentennale.

Nel primo caso, il collocamento del BTP 01/03/2014 – 01/03/2030, con cedola del 3,50 per cento, è stato realizzato tramite un sindacato costituito da cinque *lead managers* (*Deutsche Bank A.G.*, *HSBC France*, *JP Morgan Securities PLC*, *Monte dei Paschi di Siena Capital Services Banca per le Imprese S.p.A.*, *Royal Bank of Scotland PLC*) e dagli altri Specialisti in titoli di Stato italiani in qualità di *co-lead*.

All'operazione, regolata il 21 maggio e nella quale sono stati sottoscritti 7.000 milioni di euro, hanno partecipato più di 300 investitori per una domanda complessiva di oltre 20 miliardi di euro. Gli assegnatari sono stati *asset manager* e fondi d'investimento, per circa il 36 per cento dell'emissione, mentre le banche si sono aggiudicate il 26 per cento circa. Quasi il 30 per cento è stato collocato presso investitori con un orizzonte di investimento di lungo periodo, tra cui un 7 per cento costituito da banche centrali e istituzioni governative. Infine, la quota sottoscritta da *hedge fund* è stata pari al 6 per cento, mentre quella allocata ad altre imprese e alla clientela *retail* è stata pari al 2 per cento dell'assegnato.

La distribuzione geografica del collocamento è risultata particolarmente diversificata, con circa il 36 per cento assegnato ad investitori italiani ed il 64 per cento ad investitori esteri. Fra questi ultimi, notevole la presenza di europei, soprattutto residenti in Gran Bretagna e Irlanda (23%), Francia (9%), Germania, Austria e Svizzera (8%) e Scandinavia (5%). Significativa è risultata la partecipazione degli investitori statunitensi, aggiudicatari del 13 per cento dell'emissione. Infine, il restante 2 per cento è stato assegnato ad investitori residenti nel Medio Oriente ed in Asia.

Sulla scadenza a 30 anni, il BTP 01/03/2013 – 01/09/2044, con cedola del 4,75 per cento, è stato offerto in due occasioni nell'asta di metà aprile e di metà giugno. Anche questo titolo era stato inaugurato tramite sindacato a maggio 2013 e, a fronte delle emissioni svolte in questo trimestre, il suo circolante ha raggiunto un ammontare pari a 13,4 miliardi di euro.

Per quanto riguarda i rendimenti all'emissione dei BTP nominali, rispetto ai valori delle ultime aste del primo trimestre di quest'anno, si è registrata una generale e costante riduzione sulla scia di segnali quali il lieve ribasso dei prezzi al consumo in Germania, il rallentamento dell'economia cinese, nonché il taglio dei tassi monetari operato dalla BCE a inizio giugno. Solamente il collocamento di maggio del BTP triennale, chiuso all'1,07 per cento, ha risentito del rialzo dei tassi di mercato secondario subito prima dell'asta, in presenza comunque di una domanda sostenuta e scendendo di 18 p.b. con il successivo collocamento.

La riduzione maggiore, ha interessato le scadenze comprese tra i 5 e i 10 anni ed è risultata in media di 50 p.b. In particolare, nelle aste di fine trimestre, il rendimento si è attestato su 1,62 per cento per il BTP quinquennale, 2,12 per cento per il BTP a 7 anni, mentre il tasso decennale, sceso a 3,01 per cento, ha registrato un calo di poco inferiore agli altri. Anche il BTP a 30 anni ha avuto una buona *performance* testimoniata dal collocamento dell'intero ammontare offerto e dai tassi che sono passati dal 4,59 per cento dell'asta di febbraio al 4,05 per cento di giugno.

Il circolante totale dei BTP nominali è aumentato sia rispetto alla fine del precedente trimestre, per un importo pari a + 20.705 milioni, che nell'arco dei dodici mesi, per un importo pari a +70.566 milioni. In termini percentuali, alla fine del periodo in esame, i BTP rappresentavano una quota del 60,82 per cento dello stock complessivo del debito del settore statale, registrando un aumento dell'1,27 per cento rispetto a fine giugno 2013.

Nel comparto indicizzato, le emissioni del BTP*i*, lo strumento finanziario indicizzato all'inflazione dell'area euro – misurata dall'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo

(IAPC) con esclusione dei prodotti a base di tabacco – e con rivalutazione del capitale corrisposta al momento dell'estinzione del titolo, si sono svolte su ciascuna scadenza esclusa quella trentennale.

Sul segmento a 5 anni, c'è stato un unico collocamento alla fine di maggio relativo al BTP€i 31/01/2013 – 15/09/2018, con cedola reale annua dell'1,70 per cento, per 1.131 milioni che ha portato il circolante del titolo a oltre 9,4 miliardi.

Sul segmento a 10 anni, sono state proposte due tranches del BTP€i 15/03/2014 – 15/09/2024, con cedola del 2,35 per cento, inaugurato tramite sindacato lo scorso 19 marzo. L'importo complessivamente sottoscritto è stato di 2.125 milioni, mentre il circolante è salito a oltre 6,6 miliardi.

Sulla scadenza a 15 anni, il Tesoro è tornato a emettere dopo un'assenza di otto mesi. Nell'asta regolata il 30 aprile sono infatti stati collocati 540 milioni del BTP€i 15/03/2011 – 15/09/2026, con cedola del 3,10 per cento, da cui è derivato un circolante pari a circa 5,6 miliardi.

Nello stesso comparto è stato proposto un nuovo BTP Italia, titolo indicizzato all'inflazione italiana – Indice FOI, senza tabacchi: Indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati – la cui rivalutazione in linea capitale viene corrisposta semestralmente in occasione dello stacco cedolare. La sesta emissione si è distinta dalle precedenti per la durata, il nuovo titolo ha infatti scadenza pari a 6 anni, e per la modalità di svolgimento del collocamento, pensato per differenziare le categorie di investitori. Infatti, pur continuando ad essere proposto attraverso il MOT, il mercato regolamentato elettronico *retail* gestito da Borsa Italiana, il collocamento si è articolato in due fasi di distribuzione: la prima aperta a soggetti più propriamente identificabili come *retail*, ad esclusione quindi di determinate categorie di investitori (istituzionali residenti all'estero, controparti qualificate e clienti professionali), mentre l'ultimo giorno è stato riservato ai soggetti non ammessi durante i primi tre giorni di collocamento.

Il BTP Italia con godimento 23 aprile 2014 e scadenza 23 aprile 2020, tasso cedolare reale annuo definitivo dell'1,65 per cento, è stato emesso per un importo complessivo di 20.565 milioni. La raccolta degli ordini d'acquisto sul MOT è stata svolta da Banca IMI S.p.A. e UniCredit S.p.A. e, come di consueto, il regolamento dell'operazione è avvenuto lo stesso giorno del godimento del titolo.

In particolare, nel corso della prima fase del collocamento, dal 14 al 16 aprile, sono stati conclusi 170.217 contratti per un controvalore pari a 10.068 milioni, di cui il 50 per cento di importo inferiore ai 20.000 euro e l'80% di importo fino a 50.000 euro, con una presenza bilanciata di investitori individuali, classificati come persone fisiche, e *private banking*. Inoltre, per quanto riguarda la ripartizione geografica degli ordini ricevuti durante la prima fase del collocamento, si stima che circa il 95 per cento sia stato sottoscritto da investitori *retail* domestici.

Nella seconda fase del periodo di collocamento, durante la quale il MEF ha esercitato la facoltà di chiusura anticipata, il numero di contratti conclusi è stato pari a 1.054 per un controvalore pari a 10.496 milioni di euro, di cui il 55 per cento è stato sottoscritto da banche e circa il 30 per cento da *asset manager* e fondi d'investimento. Quote minori sono state allocate presso banche centrali e istituzioni ufficiali (12%), assicurazioni e corporation (3%). Nella seconda fase, il collocamento del titolo ha visto un'ampia partecipazione geografica con una presenza dominante di investitori italiani, che hanno sottoscritto circa il 76 per cento del controvalore relativo a questa fase, mentre agli investitori esteri è stato assegnato il 24 per cento, con una prevalenza di europei, ma anche una presenza non trascurabile di investitori asiatici (6,4%).

Per quanto riguarda il BTP€i, l'importo in circolazione comprensivo della rivalutazione, rispetto al precedente trimestre, è cresciuto di +5.773 milioni, mentre rispetto al dato del 30 giugno 2013 l'incremento è stato pari a +14.201 milioni. In termini

percentuali, lo stock complessivo rappresentava il 7,39 per cento del debito del settore statale, rispetto al 6,93 per cento dell'anno prima. Si ricorda che nel 2014 verrà a scadenza un importo nominale pari a circa 15 miliardi di euro e rivalutato di oltre 18 miliardi. Tenendo conto di questo aspetto, il Tesoro prevede che si arriverà ad una riduzione in percentuale sullo stock complessivo del debito dei BTP€i, con una migliore esposizione dell'emittente al rischio inflazione.

Il circolante del BTP Italia è cresciuto rispettivamente di +20.603 milioni su base trimestrale e di 42.797 milioni su base annuale. In termini percentuali, lo stock dello strumento *retail* rappresentava il 4,43 per cento del debito, rispetto al 2,34 per cento di giugno 2013.

Il comparto indicizzato complessivo, formato dai BTP€i e BTP Italia, ha raggiunto un ammontare rivalutato per l'inflazione di 232.063 milioni, in crescita del 32,56 per cento rispetto ai 175.065 milioni risultati un anno prima.

Nel comparto del tasso variabile, l'asta del primo aprile ha visto l'inaugurazione del CCTeu 15/11/2013 – 15/11/2019, con *spread* di 120 p.b. rispetto al tasso Euribor a 6 mesi, collocato per un importo pari a 3.251 milioni di euro. Questo titolo è stato poi riproposto con frequenza mensile e il circolante ha raggiunto l'ammontare di circa 7,8 miliardi.

Il rendimento del CCTeu, nel trimestre in esame, in particolare nell'asta regolata ad aprile, ha toccato il valore più basso dall'inizio del 2014, pari all'1,30 per cento, con una domanda che si è invece indebolita a fronte dei tassi sui livelli minimi. Nelle successive operazioni si è registrato un moderato rialzo per entrambi i parametri.

Il circolante complessivo dei titoli a tasso variabile è cresciuto su base trimestrale, per un importo di +6.319 milioni, mentre nel corso dei dodici mesi si è ridotto per un importo di -14.306 milioni. In termini percentuali, i CCT rappresentavano, alla fine del periodo considerato, il 6,14 per cento del debito rispetto al 7,15 per cento del corrispondente trimestre dell'anno precedente.

In conclusione, alla fine del secondo trimestre 2014, sommando le emissioni nei comparti domestici dei BTP (nominali e indicizzati all'inflazione) e dei CCTeu, è stato collocato un totale di 86.058 milioni di euro, in crescita di oltre il 20 per cento rispetto ai 71.592 milioni di euro emessi nel secondo trimestre 2013.

### ***3.1.3 Operazioni di concambio***

Nel corso del secondo trimestre 2014, il Tesoro ha eseguito due 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.

Nella prima operazione, regolata il 26 maggio, è stato offerto il BTP 02/09/2013 – 01/12/2018, con cedola nominale annua del 3,50 per cento, di cui sono stati assegnati 2.334 milioni. Gli operatori hanno avuto la possibilità di presentare in riacquisto tre BTP nominali con scadenza 15/04/2015, 01/08/2015, 01/12/2015, un CCT con scadenza 01/09/2015 e un CCTeu che scade il 15/10/2017. Ritirando dal mercato i suddetti titoli, il Tesoro ha alleggerito l'ammontare dei titoli in scadenza nel 2015 e 2017, due anni particolarmente impegnativi sul fronte dei rimborsi. Grazie al fatto che il prezzo del titolo in emissione è risultato maggiormente sopra la pari rispetto ai prezzi dei titoli riacquistati, l'alleggerimento del volume di scadenze future è stato superiore (circa 2.463 milioni) rispetto all'importo emesso.

Tabella 3.1.3-1 – Concambio del 21 maggio 2014 (milioni di euro)

Data dell'asta	21/05/2014				
Data di regolamento	26/05/2014				
Titolo in emissione	BTP 02/09/2013 – 01/12/2018				
Importo assegnato (milioni di euro)	2.334				
Prezzo di aggiudicazione	107,187				
Dietimi gg.	176				
Titoli in riacquisto	BTP 15/04/15	BTP 01/08/15	BTP 01/12/15	CCT 01/09/15	CCTeu 15/10/17
Prezzo di riacquisto	101,970	103,430	102,710	99,885	99,430
Nominale riacquistato	677,975	450,752	464,366	434,617	435,034

Il 20 giugno ha avuto luogo il secondo concambio, con regolamento il 25 giugno, in cui è stato assegnato il BTP 01/09/2011 – 01/03/2022, con cedola nominale annua del 5 per cento. Sono stati invece riacquistati quattro BTP nominali con scadenza 15/06/2015, 15/07/2015, 01/11/2015 e 01/02/2017, più un CCTeu con scadenza 15/12/2015. Anche in questo caso, le scadenze future si sono ridotte per un importo complessivamente pari a 2.555 milioni, a fronte di un ammontare emesso pari a 2.231 milioni.

Tabella 3.1.3-2 – Concambio del 20 giugno 2014 (milioni di euro)

Data dell'asta	20/06/2014				
Data di regolamento	25/06/2014				
Titolo in emissione	BTP 01/09/2011 – 01/03/2022				
Importo assegnato (milioni di euro)	2.231				
Prezzo di aggiudicazione	118,614				
Dietimi gg.	116				
Titoli in riacquisto	BTP 15/06/15	BTP 15/07/15	BTP 01/11/15	BTP 01/02/17	CCTeu 15/12/15
Prezzo di riacquisto	102,489	104,232	103,344	107,970	100,760
Nominale riacquistato	604,146	845,542	115,328	397,654	592,108

### 3.1.4 Gestione della liquidità

Le disponibilità attive del Tesoro<sup>24</sup> si compongono sia della liquidità giacente sul Conto disponibilità detenuto presso la Banca d'Italia, sia della consistenza degli eventuali depositi vincolati accesi presso lo stesso istituto e degli impieghi effettuati dal Tesoro verso gli intermediari finanziari, attraverso le quotidiane operazioni di tesoreria, cosiddette OPTES. In particolare, l'attuale operatività OPTES prevede lo svolgimento di aste quotidiane, finalizzate all'impiego o alla raccolta della liquidità sul mercato monetario con una durata di norma pari ad un giorno lavorativo (*overnight*), associate ad operazioni bilaterali per la gestione della liquidità a breve e brevissimo termine.

Gran parte del trimestre in oggetto è stata caratterizzata da una costante partecipazione alle aste quotidiane da parte delle controparti bancarie, le quali hanno continuato a rivolgersi con continuità al Tesoro per soddisfare le loro necessità di liquidità, anche per importi consistenti. Va rilevato, tuttavia, che la fine del trimestre è stata

<sup>24</sup> Sistema di gestione giornaliera della liquidità disponibile disciplinato dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze n. 25391 del 25 ottobre 2011.

caratterizzata dalle importanti decisioni di politica monetaria, prese dalla BCE lo scorso 5 giugno, che hanno tra l'altro determinato un ulteriore abbassamento dei tassi di riferimento, portando in territorio negativo quello sulle *deposit facility* (a -0,10%). Tali decisioni includono inoltre una modifica del regime dei depositi governativi detenuti presso le banche centrali, che penalizza tali giacenze e disincentiva la costituzione di nuovi depositi vincolati presso la Banca d'Italia. L'abbassamento dei tassi di interesse e l'annuncio da parte della BCE di nuove operazioni di rifinanziamento a più lungo termine – finalizzate all'erogazione di credito al settore privato non finanziario – hanno generato negli operatori di mercato l'aspettativa di un incremento della liquidità nei prossimi mesi ed alterato il contesto di mercato monetario; ciò si è inevitabilmente riflesso sulla partecipazione alle aste OPTES di fine trimestre, determinando una domanda altalenante e la riduzione dei relativi tassi di interesse.

### ***3.1.5 Operazioni sui mercati esteri***

Le operazioni sui mercati internazionali effettuate nel secondo trimestre 2014 hanno riguardato prevalentemente il comparto di mercato monetario di durata inferiore all'anno.

Dal lato dei rimborsi, tra maggio e giugno, sono scadute tre *commercial paper* denominate in dollari statunitensi e una denominata in sterline britanniche. Il controvalore rimborsato è stato di 151 milioni di euro. Per le scadenze a medio-lungo termine, nell'ultima settimana di aprile è stato rimborsato un *eurobond* a tasso fisso, originariamente emesso nel 1989 e denominato in sterline britanniche, per un controvalore pari a 481 milioni di euro.

Dal lato delle emissioni, tra aprile e maggio, sono state collocate sei *commercial paper*, una denominata in sterline britanniche e le altre in dollari statunitensi, il cui controvalore complessivo è stato di 329 milioni di euro.

Il totale dei titoli esteri<sup>25</sup> in circolazione, sia in euro che in valuta, si è ridotto per un importo pari a -374 milioni di euro rispetto al 31 marzo di quest'anno e -1.556 milioni di euro rispetto allo stesso trimestre dello scorso anno. Alla fine del periodo in esame, il circolante di questi titoli rappresentava il 2,90 per cento dello stock del debito del settore statale rispetto al 3,10 per cento di giugno 2013.

### ***3.1.6 Evoluzione dei rendimenti***

Nella riunione del 5 giugno, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) ha annunciato una serie di misure tese a realizzare un ulteriore allentamento della politica monetaria e a sostenere l'erogazione del credito all'economia reale, a fronte dei rischi connessi ad un periodo prolungato di bassa inflazione.

Per quanto riguarda i parametri di riferimento della politica monetaria nell'area dell'euro, è stato ridotto di 10 punti base (p.b.) il tasso di interesse sulle operazioni di

<sup>25</sup> La consistenza dei titoli esteri a medio – lungo termine include gli importi relativi alle emissioni obbligazionarie di Infrastrutture S.p.A. (ISPA, vedi par. A.1.6) che risultavano pari a 9.608 milioni di euro al 30 giugno 2014.

rifinanziamento principali (0,15%), di 35 p.b. il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale (0,40%) e di 10 p.b. quello sui depositi che per la prima volta, a decorrere dall'11 giugno, ha assunto un valore negativo pari a -0,10 per cento. La BCE ha ribadito che i tassi si attesteranno su livelli bassi per un prolungato periodo di tempo, in considerazione delle attuali prospettive di inflazione e per favorirne la risalita dei tassi in prossimità del 2 per cento. In particolare, alla fine del secondo trimestre, l'inflazione sui dodici mesi rilevata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) si attestava allo 0,5 per cento per l'area dell'euro, invariata rispetto al dato di marzo.

In secondo luogo, il Consiglio ha varato una serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (LTRO) da condurre nei mesi di settembre e dicembre 2014, con scadenza settembre 2018. Alle controparti verrà assegnato un *plafond* iniziale per un importo pari al 7 per cento dell'ammontare totale dei prestiti da esse erogati al settore privato non finanziario dell'area dell'euro in essere al 30 aprile 2014; il *plafond* iniziale ammonta complessivamente a 400 miliardi. Ulteriori condizioni sono previste per dare la possibilità alle controparti sia di incrementare questi finanziamenti, sia di rimborsarli anticipatamente rispetto alla scadenza delle operazioni. Al contrario, se non risulteranno soddisfatte le condizioni riguardo al volume dei prestiti erogati all'economia, i finanziamenti dovranno essere rimborsati a settembre 2016.

Altre decisioni sono state poi prese per mantenere elevato il grado di accomodamento, contenere la volatilità nei mercati monetari e, quindi, per migliorare il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Nel contesto statunitense, a fronte del generale miglioramento delle prospettive per l'economia, il *Federal Open Market Committee* (FOMC) ha annunciato in più riunioni successive la riduzione del ritmo mensile degli acquisti di mutui cartolarizzati e di titoli del Tesoro a più lungo termine per ulteriori 10 miliardi di dollari. Nella riunione del 18 giugno questa variabile è stata fissata a complessivi 45 miliardi di dollari, con decorrenza da luglio. Il tasso sui *Federal Fund* rimane invece compreso entro il consueto intervallo (0 – 0,25%).

Anche il Giappone e il Regno Unito hanno mantenuto invariati gli orientamenti della politica monetaria con i relativi obiettivi e programmi.

I rendimenti decennali dei titoli di Stato a lungo termine con *rating* tripla A dell'area dell'euro si sono attestati attorno all'1,4 per cento alla fine di giugno, diminuendo di circa 50 p.b. rispetto al valore registrato a fine marzo.

All'inizio del trimestre in esame e in continuità con quanto si era manifestato a partire dall'ultima decade di marzo, i rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine dell'area dell'euro sono risultati caratterizzati da una certa volatilità. Questo andamento è correlato, da un lato, alla pubblicazione dei dati positivi sulla produzione industriale negli USA e, almeno in parte, nell'area dell'euro e, dall'altro, ai timori per l'aggravarsi della crisi politica in Ucraina. Qualche fluttuazione dei rendimenti è in parte da associarsi anche al clima di attesa degli operatori di mercato rispetto a più chiari segnali, da parte della BCE, per l'avvio di nuove misure straordinarie di politica monetaria. Invece, l'annuncio della riduzione delle misure espansive da parte dell'autorità monetaria statunitense, risultando ampiamente attesa dagli operatori, non ha prodotto effetti di rilievo sui mercati obbligazionari mondiali.

Nel complesso, durante il mese di aprile, i tassi hanno registrato un lieve ma pressoché omogeneo spostamento verso il basso, con i differenziali di rendimento tra i titoli di Stato che si sono ulteriormente ridotti a fronte di un ritorno della fiducia degli investitori rispetto ai paesi dell'area dell'euro che, nei periodi precedenti, avevano sperimentato le maggiori tensioni, in primo luogo Spagna e Portogallo.

La tendenza osservata ad aprile è proseguita nel successivo mese di maggio durante il quale la riduzione dei rendimenti si è estesa anche alle scadenze a breve termine, sia pur in misura inferiore rispetto ai rendimenti decennali, con il recupero di una più fisiologica

inclinazione nella struttura a termine dei tassi di mercato. La flessione nella seconda metà del mese riflette soprattutto l'aumento delle aspettative del mercato in merito ai futuri interventi della BCE. Tuttavia, si è osservata ancora un'accentuata volatilità per i rendimenti nei mercati periferici dell'area dell'euro provocata soprattutto dalla pubblicazione dei dati di crescita per il primo trimestre dell'anno, riferiti sia all'area dell'euro nel suo complesso che ai singoli paesi, in particolare l'Italia, i quali sono risultati inferiori alle previsioni. L'incertezza è derivata anche dal rischio politico percepito nei confronti dell'esito delle elezioni europee tale che potesse condizionare i processi di riforma nei paesi della periferia dell'area dell'euro. In ogni caso, dopo la pubblicazione dei risultati elettorali, i rendimenti decennali dei titoli di Stato italiani si riportavano in prossimità dei valori registrati nella prima settimana di maggio. Si rilevava, inoltre, l'appiattimento della curva per effetto del calo pronunciato nel tratto tra i 5 e i 30 anni.

Un più deciso movimento al ribasso si è però osservato a partire dal 5 giugno, quando sono state annunciate le suddette misure di politica monetaria da parte della BCE, di cui hanno beneficiato i titoli di Stato della periferia dell'area dell'euro e che, nel caso dell'Italia, è proseguito nonostante, il giorno dopo, l'agenzia di *rating Standard & Poor's* abbia confermato il proprio giudizio sul merito di credito della Repubblica (tripla B), mantenendo l'*outlook* negativo. Dalla settimana successiva alla riunione, fino al termine del trimestre, si è manifestata una parziale inversione di tendenza anche se non particolarmente penalizzante, come testimoniato dall'esito soddisfacente, in termini di domanda e di rendimento, delle emissioni del Tesoro afferenti a quest'ultima frazione del periodo in esame.

Il differenziale di rendimento delle obbligazioni sovrane a dieci anni rispetto agli omologhi titoli tedeschi (*spread*) si è ridotto per tutti i paesi osservati, cioè Francia (-19 p.b.), Spagna (-28 p.b.), Belgio (-24 p.b.) e Italia (-23 p.b.).

Il differenziale del BTP a 10 anni è passato dai 172 p.b. di fine marzo ai 149 p.b. registrati alla chiusura di questo trimestre.

L'andamento del differenziale relativo al comparto a trent'anni è stato paragonabile a quello decennale, anche se la flessione è risultata più contenuta. A fine trimestre si attestava infatti sui 181 p.b. rispetto ai 187 p.b. rilevati a fine marzo.

Anche i differenziali dei titoli di Stato italiani in *asset swap* hanno evidenziato un miglioramento soprattutto sul segmento a breve termine della curva. Infatti, il differenziale del titolo a tre anni si è ridotto di +20 p.b. attestandosi a +50 p.b. alla fine di giugno. Per quanto riguarda la parte lunga della curva, il calo registrato dallo *spread* in *asset swap* del titolo decennale è risultato di poco inferiore passando dai +159 p.b. del precedente trimestre ai +146 p.b. di giugno, mentre quello del BTP trentennale è leggermente cresciuto fino a +193 p.b. della fine del secondo trimestre di quest'anno.

La curva dei rendimenti del debito italiano ha registrato uno spostamento verso il basso, con una marcata riduzione dei rendimenti di mercato su ciascun segmento di scadenza, ma in particolare modo nel tratto 5 – 10 anni. Nel corso del secondo trimestre, la variazione è risultata infatti pari a 25 p.b. per il BOT ad un anno, di 58 p.b. per il BTP a cinque anni, di 56 p.b. per il titolo decennale e di 31 p.b. per quello trentennale. Nell'arco dei dodici mesi, la riduzione è stata pari a -80 p.b. per il BOT annuale, -212 p.b. per il BTP quinquennale, -181 p.b. per la scadenza decennale e -110 p.b. per quella trentennale.

La vita media ponderata dei titoli di Stato si è attestata sul valore di 75,95 mesi alla fine del secondo trimestre 2014, in leggero aumento in confronto ai 75,84 mesi registrati alla fine del precedente trimestre.



### ***3.1.7 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 i 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 2014, risultava complessivamente pari a 4.322 milioni, al netto delle monete commemorative e numismatiche<sup>26</sup>.

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 145.226 milioni alla fine del secondo trimestre 2014, facendo registrare un incremento sia rispetto all'anno precedente, pari a +12.744 milioni, che nell'arco del trimestre per +2.577 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. (CDP), che alla fine del trimestre in esame è risultata pari a 140.923 milioni.

L'ammontare delle giacenze sui conti correnti degli altri soggetti esterni alla Pubblica Amministrazione diversi da CDP si è attestato invece a 4.303 milioni di euro.

I conti correnti postali intestati a privati<sup>27</sup>, al 30 giugno 2014, sono ammontati a 288 milioni, con un corrispondente aumento rispetto alla stessa data del 2013 in cui risultavano di ammontare trascurabile.

L'importo relativo ai buoni postali fruttiferi<sup>28</sup>, ancora in carico all'Amministrazione centrale, è risultato pari a 17.557 milioni alla fine del secondo trimestre dell'anno, con una diminuzione pari a -1.096 milioni registrata nel corso degli ultimi dodici mesi.

Il totale delle disponibilità liquide del Tesoro, alla fine del periodo di riferimento, è risultato pari a 104.560 milioni, facendo registrare una notevole incremento, pari a +43.341 milioni, rispetto al saldo al 31 marzo 2014, così come nell'arco dei 12 mesi in cui la variazione è stata pari a 28.993 milioni. Tale dinamica è riconducibile all'abbondante liquidità affluita al Conto disponibilità nel corso del trimestre, superiore ai 43 miliardi, che si attestava su un saldo eccezionale di 104.689 milioni al 30 giugno 2014. Tale valore è significativamente cresciuto anche rispetto all'anno precedente per circa 33 miliardi.

La consistenza del Fondo ammortamento si è mantenuta sullo stesso livello, pari a 28 milioni, risultato alla fine del primo trimestre di quest'anno, mentre nell'arco dei dodici mesi si è registrata una riduzione di 3.829 milioni dovuta al rimborso parziale effettuato lo scorso novembre mediante le disponibilità giacenti sul Fondo.

Il totale attivo è rappresentato al netto di alcune poste minori inerenti al rapporto Tesoro-Banca d'Italia, risultate pari a 157 milioni alla fine del secondo trimestre. Il debito del settore statale è riportato al netto del saldo attivo così ottenuto.

<sup>26</sup> L'intera serie rappresentata nella Tabella 3.1.7-6 è stata rettificata per questa posta.

<sup>27</sup> L'attuale regime è definito in applicazione dell'articolo 1, comma 1099, della legge 296/2006.

<sup>28</sup> Rappresenta la quota capitale residua delle passività il cui onere di rimborso è stato riconosciuto a carico del bilancio dello stato centrale, dopo la classificazione di Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. nel settore delle istituzioni finanziarie.

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

I prestiti sono suddivisi in domestici ed 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, questo in relazione alle indicazioni diramate a livello europeo (decisione Eurostat del 31 luglio 2012), in base alle quali dette passività sono state classificate quali debiti finanziari e quindi come componente del debito di Maastricht.

L'importo complessivo relativo alla voce prestiti domestici è risultato pari a 44.945 milioni di euro al 30 giugno 2014, facendo registrare un leggero incremento dello stock, rispetto giugno 2013, pari a -375 milioni.

La componente più consistente di questi prestiti è costituita dai mutui erogati da CDP agli enti locali, per i quali l'onere del rimborso è integralmente a carico dell'Amministrazione centrale. Tale importo, al 30 giugno 2014, si è attestato a 32.634 milioni.

Un'altra componente dei prestiti domestici è rappresentata dai mutui contratti da Infrastrutture S.p.A. (ISPA). Infatti, i debiti (mutui e titoli) emessi originariamente per il finanziamento del progetto infrastrutturale Alta Velocità Alta Capacità (AV/AC), sin dal 2005, sono stati riconosciuti quale debito da registrarsi direttamente a carico del settore statale. I prestiti contratti da ISPA 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 è stato pari dunque a 1.500 milioni.

Infine, i prestiti esteri comprendono, oltre ai suddetti mutui di ISPA, tutte le altre passività contratte con controparti non domestiche, come ad esempio la Banca Europea degli Investimenti (BEI). A partire da marzo 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, diretti o erogati pro-quota attraverso dal Fondo europeo di stabilità finanziaria (EFSF). Il totale dei prestiti esteri si è attestato a 39.046 milioni al 30 giugno 2014, evidenziando un incremento pari a +4.275 milioni nei confronti dell'ammontare rilevato l'anno prima.

Tabella 3.1.7-1 – Debito: emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Titoli con durata fino a due anni (in milioni di euro)

	BOT				CTZ
	Flessibili	3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi
gen-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
lug-13	2.500		9.775	7.000	3.187
ago-13			9.775	8.625	3.116
set-13	3.500		8.570	9.775	2.501
ott-13			8.094	9.775	2.588
nov-13			7.000	7.150	3.841
dic-13				5.500	
gen-14			16.943	9.305	5.955
feb-14			8.618	8.000	2.875
mar-14			8.250	7.566	2.875
apr-14			7.700	7.500	3.500
mag-14			7.150	7.150	3.450
giu-14			8.250	7.150	2.875

Tabella 3.1.7-2 – Debito: emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Titoli con durata superiore ai due anni (in milioni di euro)

	CCT	CCTeu	BTP€				BTP				BTP Italia		
	7 anni	5/7 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	30 anni	4 anni
gen-11		1.405	2.834				3.300	3.300		3.300	3.300		
feb-11		1.548		1.458			3.850	3.501		3.575		1.676	
mar-11		1.500	1.728				3.169	3.112		6.149	2.184		
apr-11		1.486	1.272	653			4.465	4.888		3.250			
mag-11		4.375		1.500			3.564	3.648		3.704		1.788	
giu-11		2.034			3.000		3.850	3.501		3.251			
lug-11		1.375		942			2.919	1.250		3.000	1.716		
ago-11		930					3.500			2.696			
set-11		1.063					3.041	4.865		3.751			
ott-11				750			3.487	3.850		2.723			
nov-11							3.084	3.000		2.980			
dic-11							4.375	3.300		2.750			
gen-12		903					5.777			2.750			
feb-12			759				4.344	4.574		2.200			
mar-12				495			5.872	2.750		4.688			7.291
apr-12		2.256					3.185	2.500		3.250			
mag-12			418				3.502	2.666		2.750			
giu-12			626		290		3.450	4.441		2.753			1.738
lug-12							4.422	2.875		3.373			
ago-12			484					2.451		2.773			
set-12		943	1.004	496			4.217	2.875		4.517	1.725		
ott-12		1.150		674	326		4.313	3.168		3.377			18.018
nov-12					291		3.955	5.145		3.395			
dic-12							4.545	3.000		3.140	842		
gen-13		814	2.931				3.501	3.321		3.450	6.000		
feb-13		1.656		941	309		3.974	3.001		3.500		1.021	
mar-13		1.182	616				3.848	2.875		5.200	2.001		
apr-13		1.533					4.000	4.513		3.096	1.669		17.056
mag-13		3.309	987				3.500	3.450		3.450		6.000	
giu-13		1.953	586		564		3.940	3.163		3.450	1.725		
lug-13		1.504					3.388	2.875		2.875		1.461	
ago-13			781		295			3.450		4.864			
set-13		2.183		750			4.927	4.315		2.751	1.643		
ott-13		1.438					4.025	3.000		3.000	1.438		
nov-13		1.150					3.450	3.450		3.450		1.639	22.272
dic-13										2.875			
gen-14			1.250				4.808	3.450	2.875	2.875	1.957		
feb-14		1.685	1.150	4.500			4.025	5.200	2.875	3.450		1.725	
mar-14		1.113					3.608	3.186	2.300	4.250	1.725		
apr-14		3.251		975	540		3.564	3.000	2.760	3.750		1.412	20.565
mag-14		2.655	1.131				5.200	4.025	2.588	3.450	7.000		
giu-14		1.875		1.150			4.025	2.905	4.936	3.001		1.150	
N.B. Non sono compresi i titoli collocati in occasione delle operazioni di conambio													

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

Tabella 3.1.7-3 – Debito: emissioni lorde sul mercato al valore nominale – Riaperture titoli *off the run* (in milioni di euro)

	CCT	BTP€				BTP		
	Inf. a 7 anni	2 – 10 anni	11 – 15 anni	16 – 30 anni	2 – 5 anni	6 – 10 anni	11 – 15 anni	16 – 30 anni
gen-11	897							
feb-11								
mar-11								
apr-11							1.540	
mag-11								
giu-11								
lug-11	1.091					763	1.273	
ago-11	840							
set-11		750				2.067	813	
ott-11	1.026					2.167	1.033	
nov-11	1.000		624			88		
dic-11						1699		
gen-12		550			779	2.333		
feb-12		747			2.933	1.271		
mar-12		505				1.100		
apr-12		1.037			435	756	1.010	
mag-12		333			542	1.785	758	
giu-12						1.725		
lug-12						1.366	384	
ago-12		311			753			
set-12					1.001			
ott-12					973	817	797	
nov-12			859				938	763
dic-12								
gen-13	688							
feb-13		384					992	
mar-13	738							
apr-13		750						
mag-13							1.500	
giu-13	1.398							
lug-13								
ago-13								
set-13	849							
ott-13		863						
nov-13								
dic-13								
gen-14								
feb-14								
mar-14	1.187							827
apr-14								
mag-14								1.150
giu-14								

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

Tabella 3.1.7-4 – Debito: vita residua media ponderata dei titoli di Stato (valori espressi in mesi)

	BOT	CCT (*)	CCTeu (*)	CTZ	BTP				Estero (**)	TOTALE (**)
					Ordinari	Indicizzato	Conv. debiti	Italia		
gen-11	4,79	33,34	67,07	11,30	101,62	133,65	150,61		115,00	84,89
feb-11	4,97	32,50	66,94	10,74	102,77	132,65	149,29		114,63	85,36
mar-11	4,99	31,48	66,61	11,68	103,38	130,58	148,27		117,62	85,95
apr-11	5,10	30,33	66,23	11,40	102,13	128,82	147,28		116,64	84,96
mag-11	4,99	33,05	67,47	10,73	101,25	127,74	146,26		118,49	85,07
giu-11	5,07	32,06	67,35	11,96	99,94	182,20	145,28		117,57	85,04
lug-11	5,09	31,05	66,45	11,16	98,90	127,13	144,26		123,09	84,49
ago-11	5,11	30,03	65,47	10,41	99,66	126,11	143,24		122,06	84,50
set-11	5,06	28,99	64,81	12,47	101,65	125,19	142,25		116,84	85,35
ott-11	4,98	27,84	63,44	11,84	100,36	124,31	141,23		110,76	83,97
nov-11	4,82	31,10	62,64	11,22	99,12	123,43	146,17		114,28	83,95
dic-11	4,94	30,05	61,63	10,20	97,79	122,41	145,15		118,48	83,86
gen-12	5,10	29,03	60,89	10,56	96,45	120,91	144,13		117,89	81,69
feb-12	5,16	28,08	59,94	11,77	97,40	119,35	143,18		117,87	82,06
mar-12	5,15	30,94	58,92	11,20	97,44	118,18	142,16	47,87	116,46	81,99
apr-12	5,10	29,95	58,11	12,77	97,66	116,82	141,17	46,88	111,55	82,06
mag-12	4,95	28,93	57,09	12,41	96,41	115,43	140,15	45,86	111,19	81,03
giu-12	5,06	27,95	56,11	11,94	95,13	114,25	139,17	45,36	120,21	80,47
lug-12	5,02	26,93	55,09	11,37	95,35	112,41	138,15	44,34	121,35	80,23
ago-12	5,04	25,91	54,07	12,85	94,27	111,08	137,13	43,32	121,68	79,82
set-12	5,04	24,92	53,15	12,59	93,15	120,45	136,14	42,34	117,94	78,98
ott-12	4,93	23,90	52,21	12,07	93,42	119,49	135,12	45,59	119,24	78,31
nov-12	4,72	27,17	51,16	11,68	92,25	118,33	134,14	44,60	118,57	77,87
dic-12	4,80	26,13	50,12	12,72	92,60	117,31	133,12	43,59	122,91	79,39
gen-13	5,00	25,11	49,26	12,77	91,19	115,14	132,10	42,57	123,10	78,24
feb-13	5,18	24,19	48,44	12,25	92,80	114,26	131,18	41,65	122,43	78,45
mar-13	5,18	23,10	47,87	11,65	91,89	113,05	130,16	40,64	121,28	77,66
apr-13	5,17	22,11	46,96	13,07	92,19	112,14	129,17	42,79	120,33	77,64
mag-13	5,03	21,09	47,07	12,31	92,58	110,76	128,15	41,77	123,46	77,70
giu-13	4,91	20,11	46,95	12,13	92,93	109,78	127,17	40,78	125,97	77,56
lug-13	4,89	23,83	46,32	11,61	92,08	108,76	126,15	39,76	124,89	77,42
ago-13	4,90	22,85	45,33	11,08	93,17	107,61	125,16	38,78	123,92	77,65
set-13	4,92	21,83	44,80	11,97	92,01	106,53	124,14	37,76	129,25	77,23
ott-13	4,90	20,81	44,14	11,28	90,91	105,60	123,12	36,73	128,94	76,35
nov-13	4,77	19,82	43,68	11,90	91,66	104,62	122,14	39,67	127,99	76,21
dic-13	4,77	18,87	42,66	9,98	92,52	103,75	121,12	38,65	127,43	77,19
gen-14	4,96	17,85	41,64	12,14	91,35	102,29	120,10	37,64	127,41	76,52
feb-14	5,14	16,93	41,27	11,66	90,61	100,97	119,18	36,71	126,39	75,99
mar-14	5,11	20,87	40,64	11,05	89,71	100,78	118,16	35,69	125,03	75,84
apr-14	5,16	19,88	40,87	10,69	90,04	100,16	117,17	43,49	124,66	75,78
mag-14	5,03	18,90	40,77	12,19	89,56	98,76	116,15	42,47	123,72	75,81
giu-14	5,01	17,91	40,58	11,64	90,25	97,97	115,17	41,49	122,75	75,95

(\*) Tasso variabile.

(\*\*) Il dato sui prestiti esteri è stato calcolato dopo le operazioni di swap.

Tabella 3.1.7-5 – Debito: rendimenti composti lordi dei titoli di Stato (medie ponderate mensili)

(*)	BOT				CTZ	CCT	CCTeu	BTPeI (*)				BTP						BTP It (*)
	Flessibili	3 mesi	6 mesi	12 mesi	24 mesi	7 anni	5/7 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	15 anni	30 anni	4 anni
gen-11			1,569	2,067	2,82		2,92	3,85				3,25	3,67		4,80	5,06		
feb-11			1,311	1,862	2,55		2,55		4,70			3,12	3,77		4,73		5,51	
mar-11		1,038	1,401	2,098	2,45		2,57	3,76				3,11	3,90		4,84	5,34		
apr-11			1,666	1,980	3,04		2,33	3,96	4,71			3,24	3,83		4,80			
mag-11			1,664	2,106	2,85		2,89		4,50			3,45	3,77		4,84		5,43	
giu-11			1,998	2,147	3,22		3,00			5,12		3,43	3,90		4,73			
lug-11			2,282	3,669	4,04		3,38		5,69			3,68	4,93		4,94	5,90		
ago-11			2,151	2,958	3,41		4,65					4,80			5,77			
set-11	1,821	1,921	3,094	4,152	4,51		4,52		5,40			3,87	5,60		5,22			
ott-11	1,747		3,566	3,569	4,63				5,74			4,68	5,32		5,86			
nov-11			6,608	6,084	7,81							4,93	6,29		6,06			
dic-11				5,950								7,89	6,47		7,56			
gen-12	1,912		2,697	2,735	4,31		7,42					5,21			6,98			
feb-12	1,423		1,206	2,230	3,01			4,20				3,41	5,39		6,08			
mar-12		0,492	1,122	1,405	2,35				4,86			2,76	4,19		5,50			3,66
apr-12		1,255	1,780	2,840	3,36		4,60					3,89	4,18		5,24			
mag-12		0,868	2,115	2,340	4,04			4,84				3,91	4,86		5,84			
giu-12			2,978	3,971	4,71			5,40		6,19		5,30	5,66		6,03			4,69
lug-12			2,469	2,697	4,86							4,65	5,84		6,19			
ago-12			1,591	2,767	3,06			4,32					5,29		5,96			
set-12		0,702	1,509	1,692	2,53		5,33	3,50	4,79			2,75	4,73		5,82	5,32		
ott-12		0,767	1,352	1,941	2,40		4,56		4,52	5,06		2,86	4,09		5,24			3,38
nov-12			0,921	1,762	1,92							2,64	3,80		4,92			
dic-12				1,456								2,50	3,23		4,45	4,75		
gen-13			0,837	0,864	1,636		2,17	3,05				1,85	3,26		4,48	4,81		
feb-13			1,241	1,094	1,682		2,55		4,05	4,62		2,30	2,94		4,17		5,07	
mar-13			0,833	1,280	1,746		2,95	3,40				2,48	3,59		4,83	4,90		
apr-13		0,243	0,504	0,922	1,167		2,74					2,29	3,65		4,66	4,68		2,94
mag-13	0,393		0,539	0,703	1,113		2,44	2,86				1,92	2,84		3,94		4,99	
giu-13			1,055	0,962	2,403		2,61	3,64		4,67		2,38	3,01		4,14	4,67		
lug-13	0,600		0,801	1,078	1,857		2,68					2,33	3,47		4,55		5,19	
ago-13			0,888	1,053	1,871			3,24		4,53			3,22		4,46			
set-13	0,510		0,783	1,340	1,623		2,56		3,80			2,72	3,38		4,46	4,88		
ott-13			0,630	0,999	1,392							2,25	3,38		4,50	4,59		
nov-13			0,540	0,688	1,163							1,79	2,89	3,76	4,11		4,99	2,51
dic-13				0,707											4,01			
gen-14			0,714	0,735	1,189			2,26				1,51	2,71	3,17	4,11	4,26		
feb-14			0,456	0,676	0,822		1,79	2,01				1,41	2,43	3,02	3,81		4,59	
mar-14			0,505	0,592	0,707		1,56		3,43			1,12	2,14	2,71	3,42	3,85		
apr-14			0,595	0,589	0,786		1,30		3,16	3,32		0,93	1,88	2,44	3,29		4,27	2,1
mag-14			0,493	0,650	0,786		1,32	1,41				1,07	1,84	2,29	3,22	3,58		
giu-14			0,309	0,495	0,591		1,38		2,87			0,89	1,62	2,12	3,01		4,05	

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

(\*) Rendimento lordo comprensivo dell'aspettativa di inflazione al momento dell'emissione.



Tabella 3.1.7-6 – Debito: rendimenti composti lordi dei titoli di Stato – Riaperture titoli *off the run* (medie ponderate mensili)

	CCT	BTP€			BTP			
	Inf. a 7 anni	2 – 10 anni	11 – 15 anni	16 – 30 anni	2 – 5 anni	6 – 10 anni	11 – 15 anni	16 – 30 anni
gen-11	2,80							
feb-11								
mar-11								
apr-11							4,88	
mag-11								
giu-11								
lug-11	3,17					4,93	5,64	
ago-11	4,58							
set-11		5,40				5,52		
ott-11	5,63					5,56	6,06	
nov-11	5,59		7,47			5,81		
dic-11						7,28		
gen-12		3,885			4,29	6,27		
feb-12		4,876			4,28	5,74		
mar-12		4,467				4,30		
apr-12		5,01			3,92	5,04	5,57	
mag-12		5,14			4,29	5,40	5,90	
giu-12						6,12		
lug-12						5,70	5,89	
ago-12		5,11			4,49			
set-12					3,71			
ott-12					3,42	4,06	5,24	
nov-12		3,90					4,81	5,33
dic-12								
gen-13	2,34							
feb-13							4,55	
mar-13	3,03		4,37					
apr-13		3,89						
mag-13							4,07	
giu-13	2,54							
lug-13								
ago-13								
set-13	2,48							
ott-13		3,96						
nov-13								
dic-13								
gen-14								
feb-14								
mar-14	1,43							4,01
apr-14								
mag-14								3,71
giu-14								