APPENDICE B: DEBITO DEL SETTORE STATALE

B1. LA CONSISTENZA DEL DEBITO DEL SETTORE STATALE

Al 31 dicembre 2008 la consistenza del debito del settore statale è risultata pari a 1.536.443 milioni, con un incremento in valore assoluto che si attesta a +61.884 milioni nell'arco dei dodici mesi, corrispondente ad una variazione percentuale del 4,2 per cento, mentre, rispetto al 30 settembre 2008, ha registrato un aumento dello stock complessivo pari a +14.881 milioni, corrispondente ad una variazione percentuale dell'1 per cento in più.

Le maggiori necessità di finanziamento verificatesi nell'ultimo trimestre 2008, sono da ricondursi, in primo luogo, al considerevole incremento del fabbisogno e, in secondo luogo, alla necessità di concludere l'anno con un livello del conto disponibilità più elevato di quello registrato a fine 2007, per far meglio fronte alle esigenze di copertura di inizio 2009, che si prospettavano potenzialmente problematiche a causa dell'atteso concomitante ampio ricorso al mercato da parte di altri sovrani e di banche che si sarebbero finanziate con la garanzia dei rispettivi stati.

B1.1. Scadenze dei titoli di Stato

Nel quarto trimestre 2008 il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 85.095 milioni a fronte dei 92.725 milioni dello stesso periodo del 2007, con un decremento dell'8,2 per cento.

	IV trimestre 2007	I trimestre 2008	II trimestre 2008	III trimestre 2008	IV trimestre 2008	Totale scadenze 2008	Variazione annua
Titoli a breve termine	61.506	57.206	60.686	69.772	70.785	258.449	15,1%
di cui: BOT	60.000	55.150	57.152	68.170	67.625	248.097	12,7%
Carta commerciale	1.506	2.056	3.534	1.602	3.160	10.352	109,8%
Titoli a medio-lungo termine	31.219	32.604	71.026	42.524	14.310	160.465	-54,2%
di cui: CTZ, CCT e BTP	29.581	29.962	65.041	39.601	14.310	148.914	-51,6%
Titoli esteri	1.638	2.642	5.985	2.924		11.551	-100%
TOTALE	**92.725**	**89.810**	**131.712**	**112.296**	**85.095**	**418.914**	**-8,2%**

Tabella B1 – Titoli di Stato in scadenza al netto delle operazioni di concambio (milioni di euro)

In dettaglio, il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 70.785 milioni, derivanti dalla somma di 67.625 milioni di BOT e 3.160 milioni di carta commerciale. Nello stesso comparto, nel medesimo periodo del 2007 erano stati invece rimborsati 61.506 milioni, di cui 60.000 milioni di BOT e 1.506 milioni di carta commerciale.

Nel comparto a medio-lungo termine sono stati rimborsati titoli per 14.310 milioni, interamente rappresentati da emissioni interne. Nel quarto trimestre 2007 erano stati rimborsati 31.219 milioni, di cui 1.638 milioni di emissioni estere.

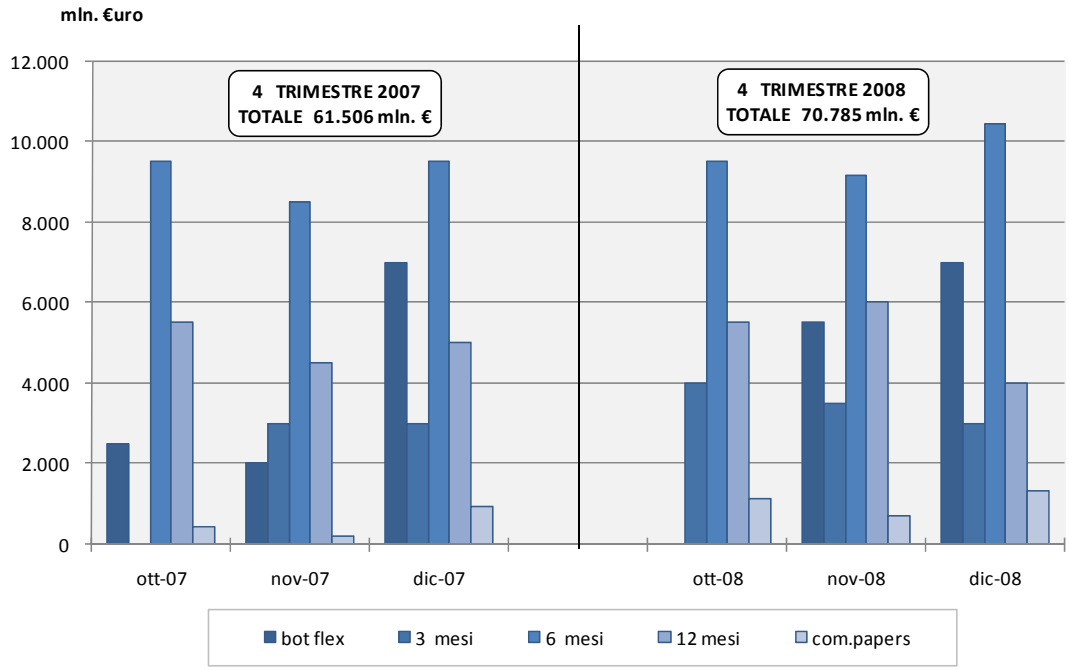

Figura B1: Titoli in scadenza a breve termine

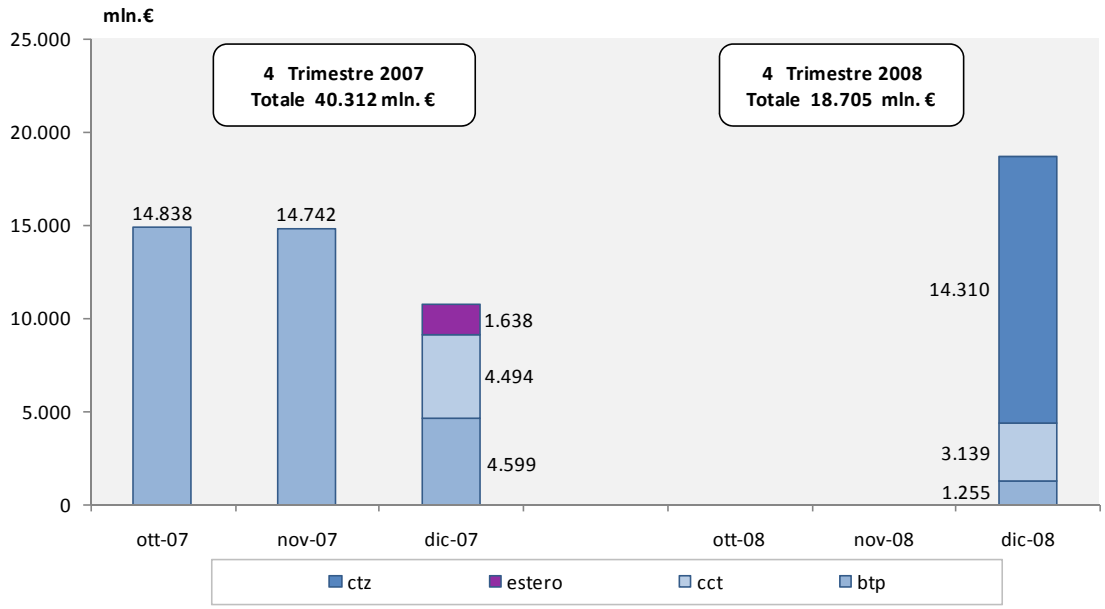

Figura B2: Titoli in scadenza a Medio – Lungo termine
(Nota: Sono comprese le operazioni di concambio e di riduzione del debito)

B1.2. Emissioni e consistenze dei titoli di Stato

Nel perseguimento dell'obiettivo di garantire la copertura del fabbisogno del settore statale, il Tesoro ha dovuto tenere conto dell'elevata instabilità che ha caratterizzato l'intero sistema finanziario, al fine di continuare a garantire l'efficienza, in termini di costo e rischio, all'attività di finanziamento, contemperando la trasparenza con la necessità di intervenire tempestivamente e con flessibilità, al fine di reagire prontamente al variare delle condizioni di mercato, divenute estremamente volatili dopo il fallimento di *Lehman Brothers*.

In un tale contesto, sfruttando le più ampie opzioni tecniche offerte dalla nuova procedura di asta telematica (Nuova COLTIT) introdotta dalla Banca d'Italia su richiesta dello stesso Tesoro, a partire dalle aste di metà ottobre, il collocamento dei titoli a medio-lungo termine a tasso fisso (BTP) e a tasso variabile (CCT) si è svolto con il sistema marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità all'interno di un intervallo di emissione, comunicato precedentemente. Inoltre, è stata confermata la possibilità di riaprire titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*) in concomitanza con le normali sessioni d'asta a medio e lungo termine.

In questo modo il Tesoro ha mantenuto il proprio impegno al rispetto del calendario annuale di emissione introducendo, però, elementi di flessibilità necessari per affrontare un contesto caratterizzato da elevata volatilità e forte incertezza.

Nel quarto trimestre 2008 sul mercato interno sono stati emessi complessivamente 97.429 milioni di titoli di Stato, con un incremento del 37 per cento rispetto ai 71.134 milioni del quarto trimestre 2007.

Nel corso del trimestre sono stati emessi 56.696 milioni di BOT (di cui 18.500 annuali, 20.696 semestrali, 15.000 trimestrali e 2.500 flessibili), con un incremento del 35 per cento rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente, determinato principalmente da un maggior ricorso al BOT trimestrale su cui, a causa non solo delle consuete esigenze di finanziamento e gestione della liquidità, ma anche per soddisfare la domanda sul brevissimo termine, si è concentrato in maniera eccezionale l'interesse degli investitori.

In particolare, nell'asta del 10 ottobre 2008, il Tesoro, considerate le instabili circostanze di mercato e al fine di accogliere la domanda aggiuntiva da parte dei risparmiatori retail, ha deciso di innalzare il quantitativo offerto per il BOT a tre mesi, da 4.000 a 6.000 milioni. La forte domanda ha premuto sul rendimento lordo, determinandone una drastica contrazione - anche sulla scia del taglio di mezzo punto deciso dalla Banca Centrale Europea - che si è così attestato al 2,3 per cento. Complessivamente, i BOT trimestrali hanno registrato emissioni nette pari a 4.500 milioni, vi è stata un'emissione per ogni mese del trimestre mentre i BOT flessibili, anch'essi tipici strumenti di tesoreria, sono stati collocati unicamente nel mese di ottobre e hanno registrato emissioni negative nette per un valore di -10.000 milioni poiché, nel trimestre di riferimento, sono giunti a scadenza titoli emessi nel corso dell'anno per un ammontare di 12.500 milioni.

Il BOT annuale, che ha registrato emissioni nette positive pari a 3.000 milioni, è stato offerto con regolarità a metà mese, determinando gli importi in funzione della domanda e delle condizioni di mercato, così come regolari sono state le emissioni del BOT semestrale, svolte come di consueto a fine mese, con quantitativi in offerta calibrati per sostenere il comparto dei CCT sul mercato secondario. Sull'ammontare delle emissioni nette, che sono state pari a -8.429 milioni, ha influito il fatto che, come di consueto, il regolamento dell'asta del BOT semestrale di fine dicembre è posposto al 2 gennaio.

Nel quarto trimestre 2008, infine, sono state effettuate sei operazioni anche nell'ambito dell'operatività OPTES (gestione giornaliera della liquidità), tutte di raccolta di

durata *overnight* (cioè con regolamento nella giornata lavorativa successiva a quella in cui viene conclusa la transazione) per un importo medio assegnato di circa 1.239 milioni. Stante la durata delle stesse, il saldo di queste operazioni a fine trimestre è stato pari a zero.

	IV trimestre 2007	I trimestre 2008	II trimestre 2008	III trimestre 2008	IV trimestre 2008	Totale emissioni 2008	Variazione annua
BOT	42.152	77.827	67.125	65.900	56.696	267.548	34,5
CTZ	2.000	11.701	8.761	9.125	4.400	33.987	120,0
BTP	22.801	31.749	37.819	31.500	32.748	133.816	43,6
BTP€i	1.031	5.285	7.545	3.711	1.476	18.017	43,2
CCT	3.150	7.387	3.500	4.112	2.109	17.108	-33,0
TOTALE	**71.134**	**133.949**	**124.750**	**114.348**	**97.429**	**470.476**	**37,0**

Tabella B2 – Emissioni lorde di titoli di Stato non incluse le operazioni di concambio

Considerati, comunque, i cospicui quantitativi in scadenza, il comparto dei BOT ha fatto registrare un decremento di 10.929 milioni nell'arco del trimestre, mentre, rispetto al dato dei 12 mesi precedenti, si è riscontrato un incremento pari a 19.451 milioni. L'ammontare di questa componente si è attestata, quindi, a circa il 9,6 per cento dello stock complessivo del debito.

Nel quarto trimestre 2008 sono stati emessi 4.400 milioni di CTZ con un incremento più che doppio rispetto all'ultimo trimestre 2007, determinato dal maggior numero di aste tenutesi nell'ultimo trimestre 2008, due rispetto all'unica emissione svolta nell'ultimo trimestre 2007. Le emissioni nette, pari a -9.910 milioni, sono dovute ad una scadenza superiore ai 14 miliardi. Nell'arco dei dodici mesi, l'ammontare complessivo dei CTZ ha registrato un aumento pari a +3.709 milioni determinato da ammontari in emissione tendenzialmente superiori, visto il crescente interesse, nell'attuale contesto di mercato, da parte di operatori internazionali, che si sono aggiunti ai tradizionali investitori *retail*. I CTZ rappresentano, a fine dicembre 2008, il 3,0 per cento dello stock complessivo di debito, rispetto al 2,9 per cento dell'anno precedente.

In particolare, sono continuate le emissioni del CTZ 30/09/2008-30/09/2010, inaugurato a fine settembre.

Nel quarto trimestre del 2008 vi sono state emissioni di BTP per tutte le scadenze. Come evidenziato precedentemente, accanto ai titoli *on-the-run*, il Tesoro ha offerto anche titoli non più in corso di emissione (*off-the-run*), che sono stati scelti in base alle condizioni

della domanda e con l'obiettivo di migliorare l'efficienza sul mercato secondario. Complessivamente, nel corso del trimestre, vi sono state cinque aste di titoli *off-the-run*.

In totale, le emissioni lorde (pari alle nette, non essendovi state scadenze) di BTP nel quarto trimestre 2008 sono state pari a 32.748 milioni, con un incremento del 44,0 per cento rispetto ai 22.801 milioni del quarto trimestre 2007, determinato da quantità maggiori in emissione per i titoli triennali, quinquennali e decennali. In dettaglio, considerando anche i titoli *off-the-run*, sono stati emessi 7.620 milioni di BTP triennali, 9.630 milioni di quinquennali, 10.878 milioni di decennali, 1.403 milioni di quindicennali e 3.217 milioni di trentennali.

La parte più a breve termine della curva è stata caratterizzata da emissioni mensili del BTP 01/09/08-01/09/11, con cedola annuale pari al 4,25 per cento. Il tratto a cinque anni è stato caratterizzato, oltre che dall'emissione a metà ottobre del BTP 15/04/08-15/04/13, con cedola al 4,25 per cento, dal collocamento di una serie di titoli *off-the-run*. In particolare, nell'asta di metà ottobre, sono stati offerti il BTP 01/02/03-01/08/13 e il BTP 15/04/07-15/04/12 (quest'ultimo collocato anche a metà dicembre), con cedola pari rispettivamente al 4,25 per cento e al 4,0 per cento, mentre nell'asta di metà novembre è stato offerto il BTP 01/08/02-01/02/13 con cedola al 4,75 per cento. Infine, nell'asta di metà dicembre, è stato offerto il BTP 01/02/04-01/08/14, con cedola al 4,25 per cento.

Nel comparto decennale, dopo l'ultima tranche del BTP 01/02/2008-01/08/2018, con cedola pari al 4,5 per cento, nell'asta di fine ottobre, che regola a novembre, è stato collocato il nuovo benchmark decennale, il BTP 01/09/08-01/03/19, con cedola al 4,5 per cento, per un importo superiore ai 4 miliardi. Per quanto riguarda il titolo quindicennale è stata emessa una ulteriore tranche del BTP 01/02/2008-01/08/2023, con cedola al 4,7 per cento. Infine, nel comparto trentennale, nell'asta di metà novembre è stato riproposto, insieme al BTP 01/08/2007-01/08/2039, con cedola al 5,0 per cento, il titolo *off-the-run* 01/08/2005-01/02/2037, con cedola al 4,0 per cento.

Il circolante dei BTP, tenuto conto anche degli effetti del concambio, descritto successivamente, ha registrato un incremento sia nell'arco del trimestre, sia nell'arco di dodici mesi, rispettivamente pari a +36.314 milioni e +55.691 milioni. Il marcato incremento rispetto al 30 settembre 2008 si spiega considerando i maggiori quantitativi offerti, in assenza di titoli in scadenza. In termini percentuali, a fine dicembre 2008 i BTP hanno raggiunto il 53,6 per cento sullo stock complessivo del debito, registrando un aumento di oltre un punto e mezzo percentuale rispetto a fine dicembre 2007.

Nel quarto trimestre 2008, il Tesoro ha emesso in asta Buoni del Tesoro Poliennali indicizzati all'inflazione dell'area dell'euro (con esclusione dei prodotti a base di tabacco), per le durate decennali e tentennali.

In particolare, nell'asta di fine novembre è stata offerta un'ulteriore *tranche* del BTP€i decennale 15/03/2008-15/09/2019 con cedola annua del 2,35 per cento, emesso originariamente tramite sindacato nel mese di maggio, per un importo nominale collocato pari a 376 milioni.

Sul segmento a 30 anni, è stata offerta un'ulteriore *tranche* del BTP 15/09/2004-15/09/2035, con cedola pari al 2,35 per cento L'importo nominale collocato è stato pari a 1.100 milioni.

Considerando gli effetti dei concambi, la variazione complessiva del circolante rivalutato per l'inflazione nell'arco del trimestre è stata pari a 797 milioni, mentre nell'arco dei dodici mesi si registra un incremento pari +5.527 milioni. In termini percentuali, i BTP indicizzati rappresentavano il 5,5 per cento dello stock complessivo di debito.

Per quanto riguarda il comparto del tasso variabile, i CCT sono stati offerti con regolarità nelle aste di fine mese per importi limitati al fine di non deprimerne i corsi sul mercato secondario, tenendo conto dell'attuale fase di turbolenza che caratterizza i mercati monetari. Le emissioni lorde, uguali alle nette non essendovi state scadenze nel trimestre di riferimento, hanno registrato un valore di +2.109 milioni (si ricorda che l'asta di fine dicembre regola a gennaio). Rispetto a fine settembre 2008, il circolante ha registrato una variazione negativa di 1.030 milioni, determinata da ammontari riacquistati in concambio pari a 3.139 milioni, mentre nell'arco dei dodici mesi la riduzione è stata più marcata, pari a -7.792 milioni. In termini percentuali, i CCT rappresentavano l'11,9 per cento dello stock complessivo di debito, in diminuzione sia nell'arco del trimestre, quando raggiungevano il 12,0 per cento, sia rispetto a fine 2007, quando si attestavano al 12,9 per cento dell'ammontare del debito.

Sulle variazioni delle consistenze dei titoli di Stato hanno influito le due operazioni di concambio, svolte col metodo dell'asta marginale e con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità assegnata, nelle quali sono stati offerti il BTP 01/02/2002-01/08/2017, con cedola al 5,25 per cento, per un importo di 2.104 milioni, e il BTP 15/10/2007-15/10/2012, con cedola pari al 4,25 per cento, per un importo pari a 1.924 milioni. Gli operatori hanno avuto la possibilità di presentare in riacquisto il BTP 15/06/09, il BTP€i

15/09/2017 e cinque CCT, in particolare i CCT con scadenza 01/07/09, 01/10/09, 01/11/12, 01/07/2013 e 01/03/2014.

Data dell'asta		18/12/2008	
Data di regolamento		23/12/2008	
Titolo in emissione		**BTP 15/10/2012**	
importo assegnato (milioni di euro)		**1.923,5**	
prezzo di aggiudicazione		**101,15**	
Cedola		**4,25%**	
Dietimi gg.		**69**	
Titoli in riacquisto	**CCT 01/10/09**	**CCT 01/07/13**	**CCT 01/03/14**
Cedola	**2,25%** (1)	**2,37%**	**2,32%**
Prezzo di riacquisto	99,856	100,575	101,076
Ammontare riacquistato (milioni di euro)	375,258	599,469	258,844

Tabella B3-1 – Risultati dell'operazione di concambio del 18/12/2008[140]

Data dell'asta		01/12/2008		
Data di regolamento		04/12/2008		
Titolo in emissione		**BTP 01/08/2017**		
importo assegnato (milioni di euro)		**2.104,3**		
prezzo di aggiudicazione		**106,99**		
Cedola		**5,25%**		
Dietimi gg.		**125**		
Titoli in riacquisto	**BTP 15/06/2009**	**CCT 01/07/09**	**CCT 01/11/12**	**BTP€I 15/09/17**
Cedola	**3,75%**	**2,35%**	**1,61%**	**2,1%**
Prezzo di riacquisto	100,69	100,03	95,85	0,909
Ammontare riacquistato (milioni di euro)	461,146	323,54	773,534	794,241

Tabella B3-2 – Risultati dell'operazione di concambio dell'01/12/2008[141]

In definitiva, il totale dei titoli emessi sul mercato interno nel comparto BTP-BTP€i-CCT è stato pari a 36.333 milioni, a fronte dei 26.982 milioni emessi nello stesso periodo dell'anno precedente.

B1.3. Emissioni sui mercati esteri

Nell'ambito delle emissioni sui mercati finanziari internazionali, nel quarto trimestre 2008 non sono stati effettuati collocamenti nel comparto a medio-lungo termine, mentre,

[140] Cedola semestrale in corso
[141] Cedola Reale

nell'ambito del comparto monetario è stato utilizzato il Programma di Carta Commerciale, di durata inferiore all'anno, per le sue consuete caratteristiche di flessibilità. Nel dettaglio, sono stati emessi quattro titoli, tutti in dollari e con scadenza entro l'anno per un controvalore complessivo emesso pari a 557 milioni.
Sul fronte dei rimborsi, sempre nell'ambito del Programma di Carta Commerciale, si sono registrate scadenze per un controvalore complessivo pari a 3.160 milioni.

B1.4. Evoluzione dei rendimenti

Il fallimento di *Lehman Brothers*, verificatosi a metà settembre, ha avuto un effetto dirompente sull'intero sistema finanziario, con ripercussioni notevoli anche sull'economia reale. Nel giro di pochi giorni molte altre banche di investimento americane sono state compromesse: mentre *Merrill Lynch* veniva acquistata da *Bank of America, Goldman Sachs* e *Morgan Stanley* erano trasformate in banche commerciali, sotto la supervisione della *Federal Reserve*. I timori di ulteriori fallimenti e, in conseguenza dell'elevata interdipendenza di tutte le istituzioni, di un possibile collasso dell'intero sistema finanziario, hanno determinato una rarefazione senza precedenti delle contrattazioni sui mercati monetari, nonostante i ripetuti interventi a sostegno da parte delle banche centrali dei principali paesi. Il differenziale tra il tasso interbancario a tre mesi *Libor* espresso in dollari e il rendimento del titolo di Stato americano di corrispondente durata (*T-bill*), che storicamente si è attestato sui 50 punti base (p.b.) ma che dall'estate 2007 stazionava tra i 100 e 200 p.b., ha superato i 500 p.b. Le stesse criticità sono emerse nel mercato interbancario dell'area euro, come dimostrano i differenziali tra i tassi interbancari con i relativi rendimenti dei titoli di Stato italiani, che hanno sfiorato i 300 p.b. per il segmento a 3 mesi prima di raggiungere a fine anno livelli adeguati ai trimestri precedenti, ma comunque superiori rispetto alla situazione ante-crisi, quando gli *spreads* erano stabilmente intorno ai 20 p.b..

La gravità della situazione ha indotto gli Stati nazionali ad adottare misure incisive volte al sostegno e alla ricapitalizzazione del sistema bancario. In particolare, ai primi di ottobre il Congresso statunitense ha approvato il *Troubled Assets Relief Program* (TARP), che autorizzava il Tesoro ad acquistare o garantire attività, in modo da alleviare i bilanci delle banche. Successivamente, i paesi dell'area euro hanno concordato un piano d'azione comune finalizzato a garantire adeguate condizioni di liquidità, facilitare il finanziamento mediante

garanzie pubbliche o strumenti assicurativi e ad assicurare risorse patrimoniali aggiuntive[142]. Un elevato coordinamento si è registrato anche tra le banche centrali, come testimonia la riduzione dei principali tassi di riferimento concordata ad inizio ottobre. Inoltre, sono stati rinforzati i programmi di gestione di liquidità di cui hanno beneficiato non solo banche, ma anche altre tipologie di intermediari finanziari i cui rischi sistemici erano ormai evidenti. Nonostante l'enorme quantità di massa monetaria immessa nel sistema, i tassi interbancari hanno registrato solo una parziale discesa a fine trimestre, poiché gli intermediari hanno continuato ad accumulare riserve, sia per motivi precauzionali sia per timore di insolvenza delle controparti, non essendovi ancora chiarezza sull'ammontare dei titoli tossici in circolazione e sugli effettivi detentori.

Lo scenario macroeconomico ha indotto le banche centrali ad attuare un drastico allentamento della politica monetaria. In particolare, la *Federal Reserve* ha ridotto più volte il proprio tasso di riferimento, portandolo dal 2,0 per cento ad un valore compreso in un *range* tra lo zero e lo 0,2 per cento. La banca centrale statunitense evidenziava come le condizioni del mercato del lavoro si fossero ulteriormente deteriorate e come tutte le componenti della domanda aggregata fossero in contrazione. A ciò si aggiungeva l'inflazione in rapida discesa a causa, oltre delle deboli condizioni dei fondamentali economici, di una persistente riduzione dei prezzi delle materie prime e dei prodotti energetici. Anche la Banca Centrale Europea (BCE) è intervenuta più volte sul tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principale, riducendolo complessivamente di 175 punti base, dal 4,2 per cento al 2,5 per cento. Infatti, se nel trimestre precedente l'economia era condizionata da un'elevata incertezza per la politica monetaria poiché, oltre al peggioramento delle condizioni finanziario-economiche, si percepiva un pericolo inflattivo principalmente dovuto ai prodotti energetici e alle materie prime, nel quarto trimestre 2008 sono venuti meno i rischi di un rialzo dell'inflazione mentre si è manifestata una sensibile contrazione dell'attività economica, soprattutto a causa del ripercuotersi della crisi finanziaria sull'economia reale.

Il drastico cambiamento della curva dei rendimenti ha rispecchiato il cambiamento delle aspettative degli operatori. Il venire meno del pericolo inflattivo e l'evidenza delle gravi ripercussioni della crisi finanziaria sull'economia reale hanno determinato un notevole

[142] Nella riunione tenutasi a dicembre, il Consiglio Ecofin ha quantificato in 1.800 miliardi di euro le misure adottate sotto forma di garanzie pubbliche e in 280 miliardi i capitali apportati nelle ricapitalizzazioni.

abbassamento dei rendimenti obbligazionari, soprattutto nella parte a breve termine, maggiormente sensibile alle decisioni di politica monetaria, causando un drastico irripidimento della curva dei rendimenti. A fine dicembre, rispetto al 30 settembre 2008, il rendimento è diminuito di 167 p.b per il BOT a 12 mesi, di 83 p.b. per il BTP quinquennale, di 50 p.b. per il BTP decennale e di 17 p.b. per il titolo trentennale.

I differenziali di rendimento (*spreads*) dei titoli di Stato italiani, rispetto ai titoli *benchmark* tedeschi, hanno subito un forte ampliamento, raggiungendo il massimo livello dall'introduzione dell'euro. In particolare, a fine trimestre i differenziali registravano livelli pari a 143 p.b. per il BTP decennale e a 159 p.b. per il BTP trentennale. La riallocazione dei portafogli verso titoli sicuri, a seguito dell'accresciuta avversione al rischio da parte degli investitori, ha continuato a privilegiare i titoli di Stato americani, per l'area del dollaro, e i titoli di Stato tedeschi, per l'area dell'euro, avvantaggiati anche dalla presenza di mercati *future* liquidi. Tutti i paesi dell'area euro, indipendentemente dal proprio *rating* e dalla solidità delle proprie finanze, sono stati coinvolti in tale fenomeno. La Spagna, maggiormente esposta sul fronte della crisi immobiliare, ha visto ampliarsi lo *spread* del proprio decennale da 55 p.b. a 84 p.b., mentre l'Irlanda, che ha un sistema finanziario maggiormente esposto, ha registrato un ampliamento dello *spread* da 68 a 148 p.b.. La Grecia, anche a seguito di tensioni interne, ha registrato un ampliamento del differenziale del proprio decennale rispetto al Bund tedesco di oltre 100 p.b., da 92 a 235 p.b..

Tutto ciò ha avuto un impatto negativo sul mercato secondario dei titoli di Stato. La drastica riduzione di liquidità ha avuto come conseguenza l'incremento della volatilità e un forte ampliamento dello *spread* denaro-lettera, ovvero il differenziale tra il prezzo di acquisto e il prezzo di vendita, che ha raggiunto livelli molto elevati.

La crescente avversione al rischio da parte degli investitori si evidenziava anche dai differenziali in *asset swap*[143] dei titoli di Stato italiani, che hanno subito un marcato

[143] Un'operazione di *asset swap* si costruisce combinando uno *swap* su tassi di interesse (*interest rate swap*) con un titolo obbligazionario, in modo da modificarne i flussi finanziari. L'eventuale vantaggio, in termini relativi, si ottiene dalla differenza tra il rendimento dell'obbligazione e il tasso fisso previsto dall'*interest rate swap*. Pertanto l'*asset swap spread* svolge un ruolo segnaletico sulle caratteristiche del titolo sottostante in termini di classe di rating e struttura cedolare, vale a dire in termini di valutazione del rischio di credito e di tasso di interesse corrisposto dall'obbligazione. L'*asset swap spread* è previsto per compensare determinate caratteristiche del titolo sottostante che comportano rendimenti diversi, superiori o inferiori, rispetto alla curva dei tassi di mercato presente al momento della stipula del contratto.

allargamento per tutte le scadenze, in modo particolare per il segmento a tre e trenta anni. In particolare, il differenziale del titolo triennale ha raggiunto un valore di +50 p.b. rispetto ai –40 p.b. di fine settembre, mentre sulla parte lunga della curva, lo *spread* in *asset swap* si è attestato a +50 p.b. per il titolo decennale, rispetto ai +22 p.b. del trimestre precedente, e +150 p.b. per quello trentennale, che ha subito un incremento di circa 90 p.b.

La vita media ponderata dei titoli di Stato, che ha registrato un leggero decremento rispetto al trimestre precedente, è stata pari a 81,8 mesi.

B1.5. Altre passività del settore statale

A seguito alla decisione presa da Eurostat nel maggio 2005, i debiti emessi originariamente da ISPA (Infrastrutture S.p.A.) 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. Di conseguenza, a partire da dicembre 2006, le obbligazioni ISPA sono evidenziate separatamente nella categoria titoli di Stato, mentre i mutui ISPA sono ricompresi all'interno della voce "Prestiti"[144].

Le obbligazioni erano state emesse in euro nell'ambito del Programma *Medium Term Notes,* collocate e quotate sul mercato internazionale (Borsa di Lussemburgo), salvo due titoli che, avendo la caratteristica di collocamenti privati, non sono quotati in borsa.

Sono suddivise in otto serie, di cui tre a tasso fisso, quattro a tasso variabile e una indicizzata al tasso di inflazione italiana ISTAT secondo l'indice nazionale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati, al netto dei tabacchi. Nel computo dello stock del debito l'importo nominale del titolo indicizzato è stato opportunamente rivalutato. Pertanto, al 31 dicembre 2008 l'ammontare del titolo rivalutato è risultato pari a circa 833 milioni, mentre il valore complessivo delle obbligazioni al 31 dicembre si attesta a 9.533 milioni (rimanendo sostanzialmente invariato rispetto al dato del terzo trimestre).

Per la voce relativa ai Buoni postali fruttiferi, l'importo relativo al 31 dicembre 2008 è risultato pari a 30.524 milioni, evidenziando una diminuzione nell'arco dei dodici mesi pari a -6.307 milioni, e pari a -2.739 milioni nell'ultimo trimestre considerato.

Nel caso dei titoli di Stato ad elevato rating, un miglioramento della posizione nei confronti della curva *swap* segnala una percezione di minor rischio da parte degli investitori e determina un aumento della domanda dei titoli stessi, con conseguente riduzione del loro rendimento.

[144] Fino all'edizione relativa a dicembre 2007, invece, entrambe le tipologie di passività erano considerate all'interno della voce "Debiti ISPA".

Per quanto concerne i conti correnti postali intestati a privati, ai fini di migliorare la gestione dei flussi di tesoreria ed il conseguente monitoraggio del debito, il comma 1099 dell'articolo 1 della legge 296/06 (legge finanziaria 2007) ha abolito l'obbligo di versare questi importi nel conto corrente fruttifero acceso presso la tesoreria dello Stato. Il comma 1097 dell'art. 1 ha disposto infatti che i fondi provenienti da raccolta effettuata da Poste Italiane S.p.A. per attività di bancoposta presso la clientela privata, siano investiti in titoli governativi dell'area euro.

La stessa finanziaria prevedeva che l'attuazione progressiva di questo nuovo assetto venisse effettuata ad opera di Poste in coordinamento con il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

L'ammontare di questa componente (comprendente la linea di liquidità di Poste), che a partire da marzo 2007 ha fatto registrare una significativa riduzione proseguita per tutto l'arco del 2007, al 31 dicembre 2008 è risultata pari a 968 milioni.

Alcuni conti correnti depositati presso la Tesoreria centrale dello Stato vengono rappresentati tra le partite debitorie a carico del settore statale, in quanto crediti vantati nei confronti dello Stato da parte di soggetti esterni alla P.A..

A partire dal 2005 sono inclusi in questa voce di debito il conto su cui affluiscono i flussi provenienti dai Fondi Strutturali dell'Unione Europea, nonché i conti correnti detenuti da Ferrovie dello Stato S.p.A. e da Poste Italiane S.p.A..

L'ammontare complessivo di tali giacenze si è attestato, al 31 dicembre 2008, a 10.310 milioni.

La componente maggiormente rilevante compresa in questa voce è peraltro quella concernente le giacenze sui conti correnti di Tesoreria intestati alla Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. per un totale di passività a carico del settore statale di 102.615 milioni al 31 dicembre 2008.

L'importo totale afferente alla voce "C/C presso la Tesoreria" ammonta complessivamente a 112.925 milioni, facendo registrare un aumento sia nell'arco dei dodici mesi (pari a +10.469 milioni), che rispetto al dato del 30 settembre 2008 (pari a +6.922 milioni).

Il saldo attivo netto delle posizioni del Tesoro con Banca d'Italia al 31 dicembre 2008 risulta pari a 19.072 milioni, mostrando così una crescita, sia nell'arco dei dodici mesi, pari a

9.401 milioni che, in particolar modo, negli ultimi tre mesi considerati (pari a 2.206 milioni). Tale variazione si è determinata per la crescita del livello del conto disponibilità, attestatosi a quota 19.075 milioni al 31 dicembre 2008; il livello del conto disponibilità (che risulta più elevato rispetto a quello registrato a dicembre 2007, pari a 9.672) ha così consentito di affrontare le esigenze di copertura di inizio 2009. Tale maggior livello è stato scientemente perseguito al fine di meglio fronteggiare la gestione delle scadenze e delle emissioni a inizio 2009.

Le giacenze presenti sul Fondo per l'ammortamento dei titoli di Stato sono rimaste invariate nell'arco del trimestre, ed ammontano a circa 20 milioni.

E' incluso in questa voce anche un saldo passivo di poste minori, pari a circa 44 milioni, inerenti al rapporto Tesoro-Banca d'Italia che, a partire da marzo 2008, include le partite rivenienti dalla confluenza dell'Ufficio Italiano Cambi (UIC) - soppresso dal 1° gennaio 2008 - nella Banca d'Italia, la quale ne esercita le funzioni e che è subentrata in tutti i diritti e rapporti giuridici relativi all'UIC.

La voce "Prestiti" evidenzia principalmente i mutui bancari contratti dalle Amministrazioni centrali, o dalle Amministrazioni locali e/o altri enti il cui onere di rimborso sia a carico dello Stato e comprende, fra l'altro, i mutui precedentemente contratti dal Tesoro per il ripianamento dei disavanzi delle ASL, per il Giubileo, per le imprese che operano nel campo delle aree depresse, per i Consorzi di irrigazione e bonifica, per l'edilizia sanitaria, per le autorità portuali, nonché per il finanziamento di programmi di varia natura, quali Mose, *Eurofighter*, FREMM.

Successivamente all'ampliamento e al relativo aggiornamento della base dati sui prestiti contratti dalle Amministrazioni centrali con il sistema bancario (anche a causa dell'accensione di nuovi mutui ai sensi dell'articolo 1, commi 511 e 512 della legge 296/06 - legge finanziaria 2007 - sull'utilizzo e l'attualizzazione dei contributi pluriennali), processo a seguito del quale si erano registrate alcune duplicazioni relative a dati non censiti direttamente dal Tesoro, tali passività sono state ora opportunamente computate, sia per gli importi di fine 2007, che per tutti i trimestri del 2008.

L'importo complessivo di tale voce al 31 dicembre 2008 è risultato pari a 54.072 milioni, facendo registrare una diminuzione, sia nell'arco dei dodici mesi, pari 1.006 a milioni, sia nell'ultimo trimestre considerato, pari a 192 milioni.

A partire dall'edizione di dicembre 2007, i mutui contratti da ISPA sono ricompresi nella voce "Prestiti". L'ammontare complessivo relativo a tali debiti, al 31 dicembre 2008 è pari a 1.500 milioni, rispetto ai 3.500 milioni registrati al 30 giugno 2008, a seguito della scadenza di uno dei prestiti contratti.

Nella voce "Prestiti" sono stati computati anche i mutui erogati dalla Cassa Depositi e Prestiti (crediti quindi vantati dalla nuova CDP S.p.A., che a partire da dicembre 2003 è stata trasformata in società per azioni), la cui titolarità giuridica appartiene agli enti locali, mentre l'onere di rimborso è integralmente a carico dell'Amministrazione Centrale. Tale importo, che al 31 dicembre 2008 si attesta a 30.127 milioni, è stato rettificato a partire da fine giugno 2008, a seguito di una riclassificazione del debito (ai sensi dell'art. 5 del decreto legge n. 154 del 7 ottobre 2008) a carico dalle Amministrazioni centrali anziché di quelle locali.

Infine, fanno parte della voce "Prestiti" altre due componenti residuali, di cui una relativa alla situazione delle monete in circolazione, ed una posta minore riguardante depositi di terzi a garanzia della gestione di contabilità speciali, pari complessivamente a 3.773 milioni al 31 dicembre 2008.

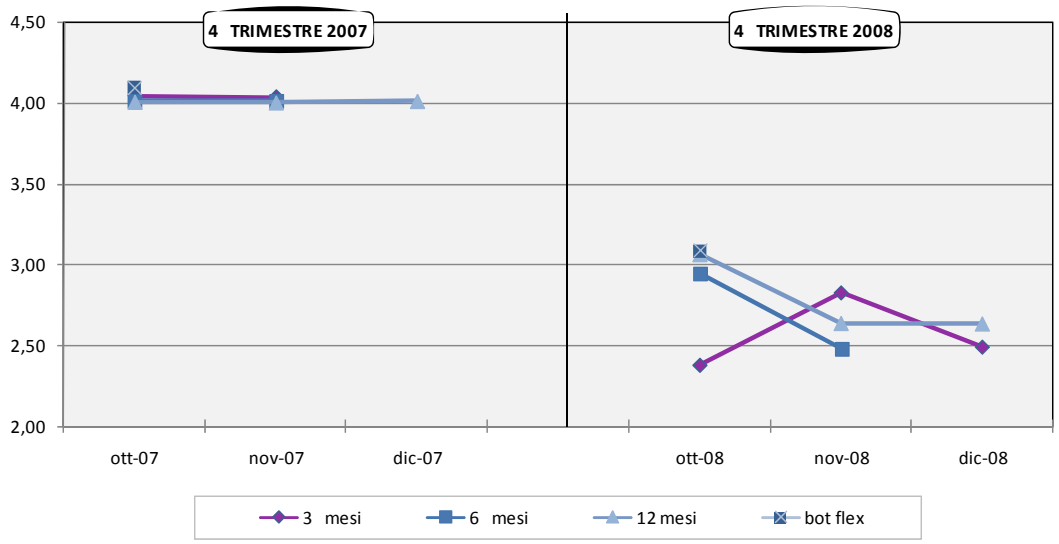

Figura B3: BOT: Rendimenti composti Lordi

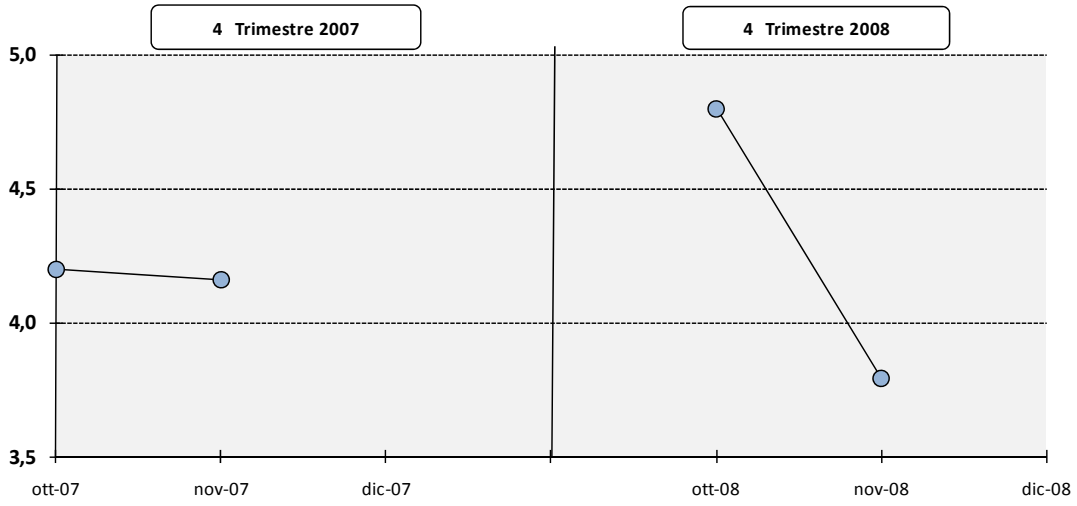

Figura B4: CCT: Rendimenti lordi

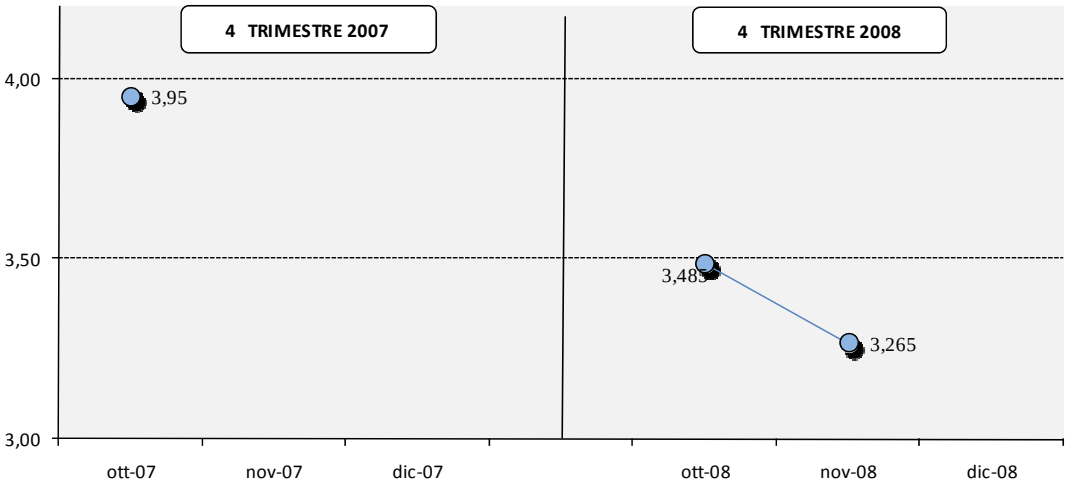

Figura B5: CTZ: Rendimenti Lordi

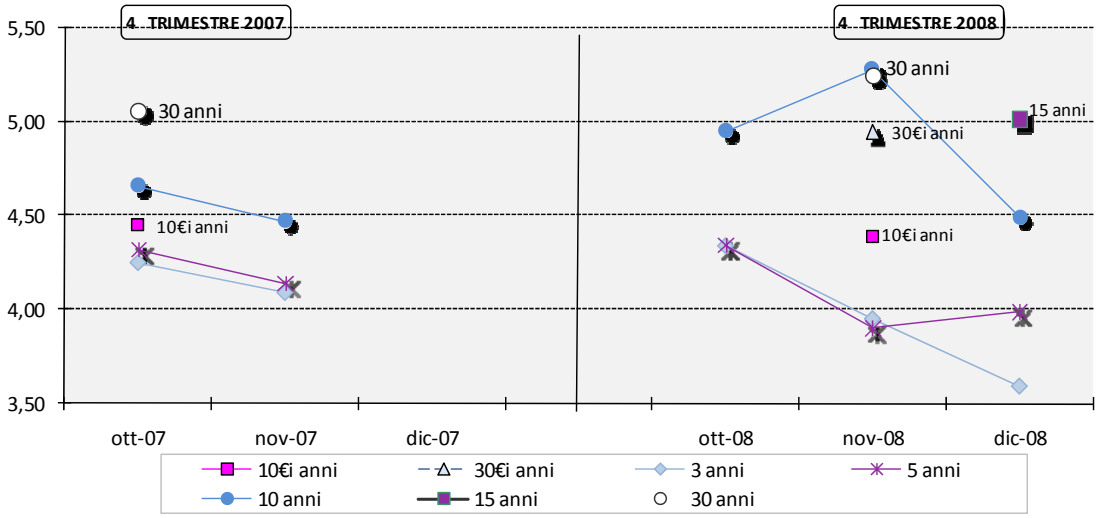

Figura B6: BTP: Rendimenti Lordi

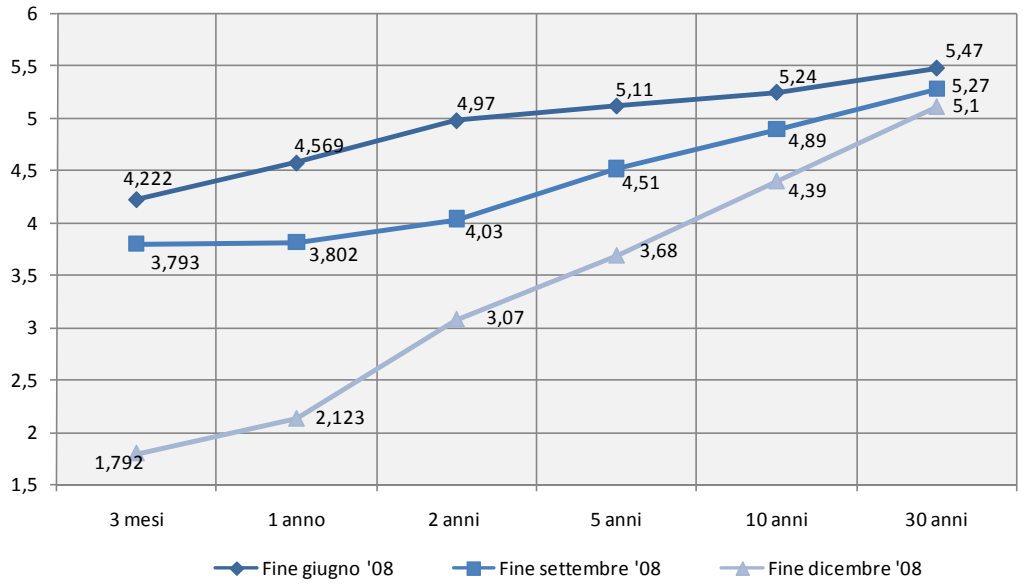

Figura B7: Curva dei rendimenti sul mercato secondario

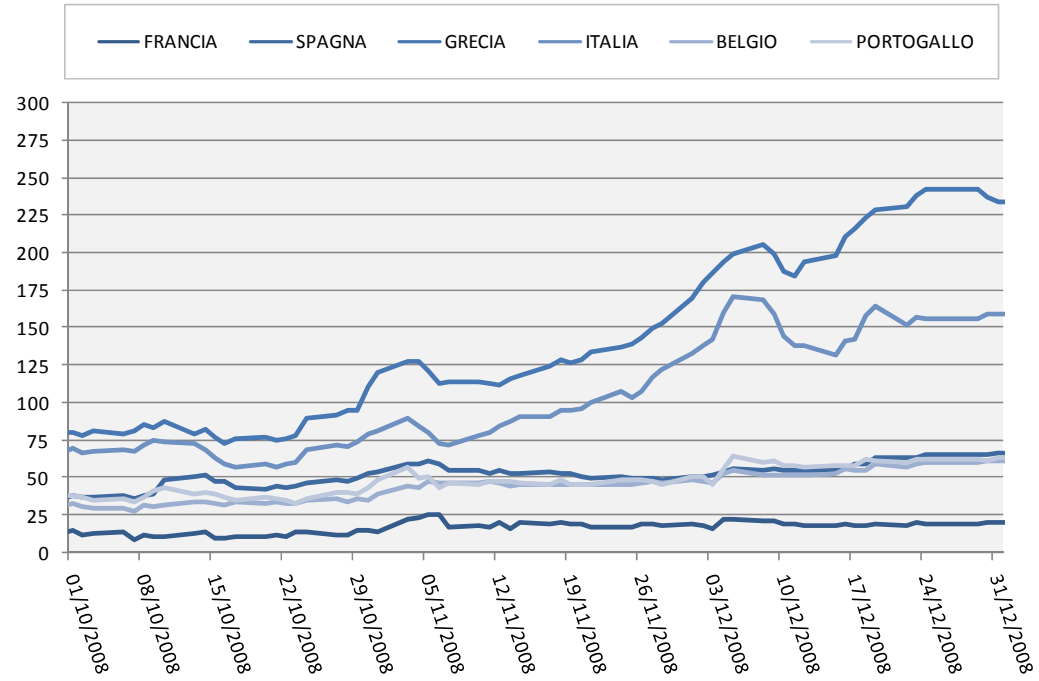

Figura B8: Spread titoli trentennali area euro rispetto al bund

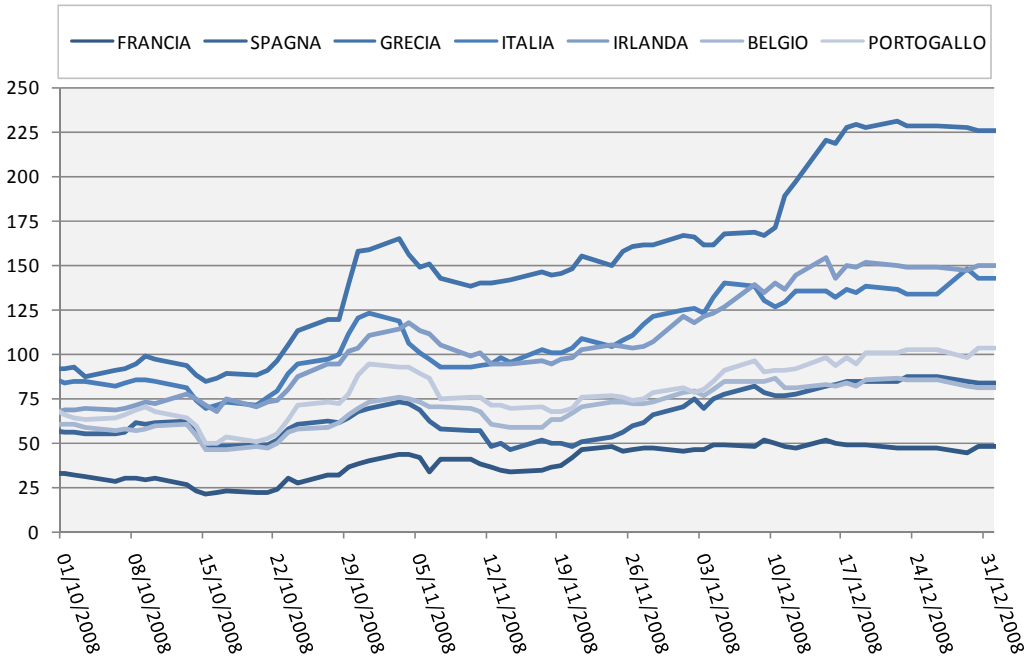

Figura B9: Spread titoli decennali area euro rispetto al bund

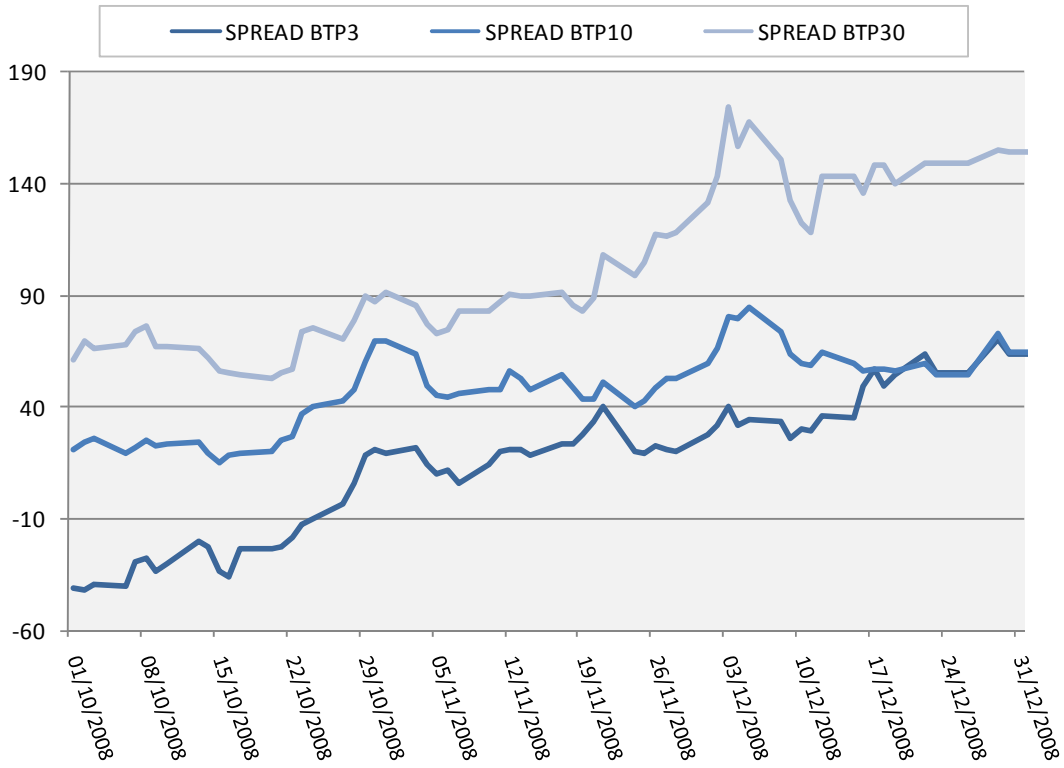

Figura B10: Asset Swap Spread

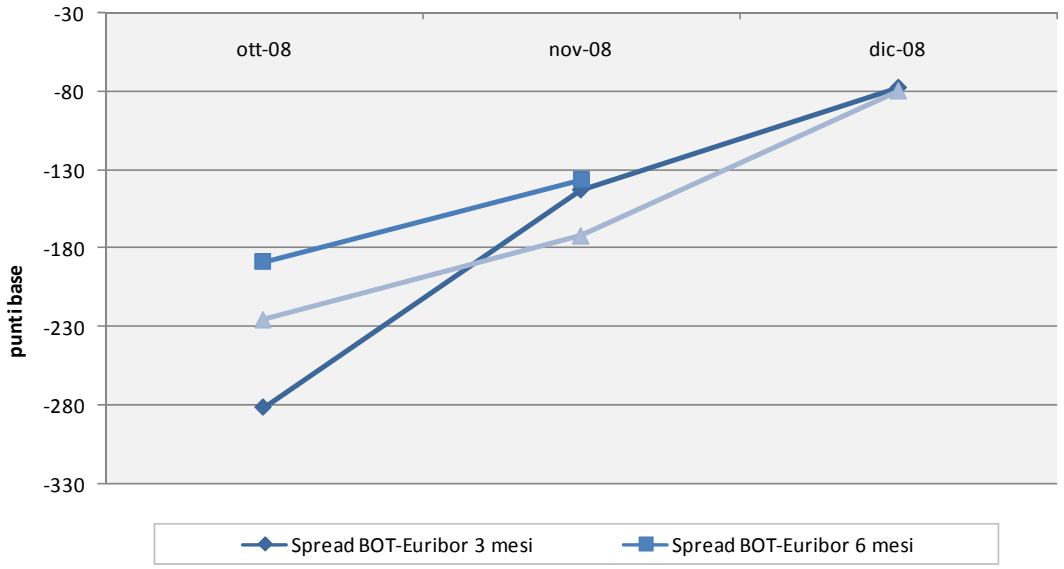

Figura B11: Spread Bot-Euribor

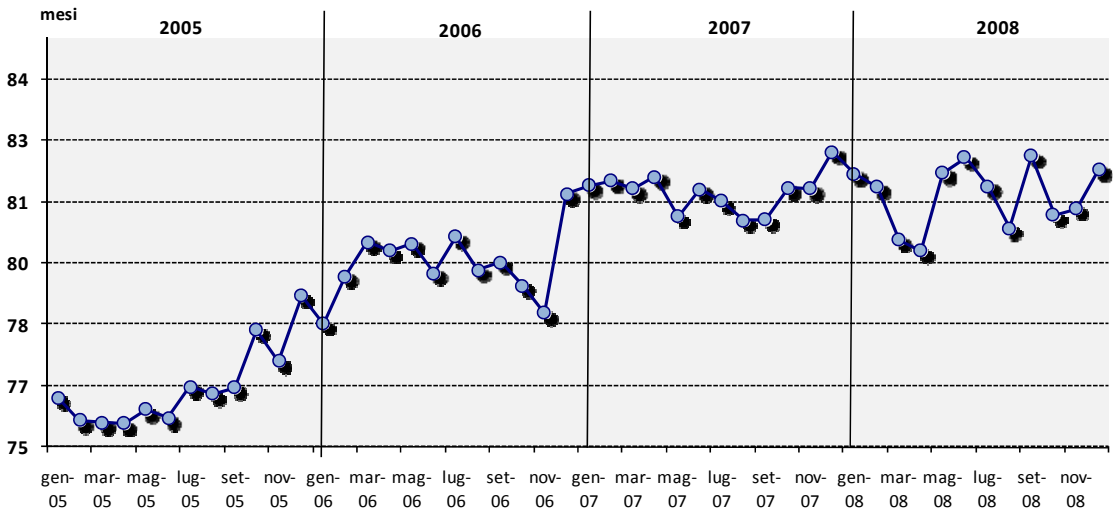

Figura B12: Vita residua media ponderata dei titoli di Stato

	al 31/12/03	al 31/12/04	al 31/12/05	al 31/12/06	al 31/12/07	al 30/09/08	al 31/12/08
CCT	14,74	14,21	13,69	12,78	12,87	12,05	11,87
CTZ	4,07	3,41	3,09	3,02	2,92	3,73	3,04
CCT crediti d'imposta	0,55	0,53	0,51	0,41	0,05	0,03	0,03
TOTALE CERTIFICATI DI CREDITO	**19,36**	**18,15**	**17,29**	**16,21**	**15,84**	**15,80**	**14,94**
BTP	53,53	52,86	51,23	52,08	52,09	51,75	53,61
BTP€i	0,79	2,13	3,43	4,21	5,37	5,51	5,51
BOT	9,26	8,87	8,42	8,49	8,70	10,43	9,62
OBBLIGAZIONI F.S. interno	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
OBBLIGAZIONI F.S. estero	0,06	0,05	0,06	0,05	0,05	0,05	0,05
TITOLI ESTERI TESORO	6,51	6,37	6,28	5,20	4,70	4,13	3,93
TITOLI ISPA	0,00	0,54	0,68	0,66	0,64	0,63	0,62
TOTALE TITOLI DI STATO	**89,56**	**88,97**	**87,38**	**86,91**	**87,39**	**88,29**	**88,27**
Buoni postali	4,45	3,96	3,28	2,74	2,50	2,19	1,99
Conti correnti postali intestati a privati	1,43	1,62	1,76	1,80	0,02	0,04	0,06
Conti correnti presso la Tesoreria	2,17	3,46	5,44	6,10	6,95	6,97	7,35
Altri debiti F.S. interno	0,04	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Altri debiti F.S. estero	0,12	0,08	0,06	0,04	0,02	0,02	0,01
Altri debiti esteri	0,06	0,05	0,05	0,04	0,04	0,04	0,04
Rapporti Tesoro - B.I.	-1,01	-1,17	-1,04	-1,57	-0,66	-1,11	-1,24
Prestiti	3,18	3,03	3,06	3,95	3,74	3,57	3,52
TOTALE	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**	**100,00**

Tabella B4 – Consistenza in valori percentuali del debito del settore Statale