

Tabella 18A – BILANCIO DELLO STATO : Interventi aree depresse – Pagamenti (in milioni di euro)

	Risultati								Stime 2002
	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
SPESE CORRENTI	32	280	192	536	270	484	658	490	770
-Redditi lavoro dipendente	21	38	4	1	0	0	0	0	0
-Consumi intermedi	11	24	24	13	19	71	113	212	100
-Trasferimenti correnti a:	0	219	163	522	250	310	442	359	170
-Imprese	0	0	0	0	0	52	52	0	0
-Regioni	0	0	0	0	0	155	207	207	100
-Enti di previdenza e assistenza	0	207	131	473	214	103	127	71	50
-Altri enti pubblici	0	12	32	49	36	0	57	0	20
- Poste correttive e compensative					103	103	103	0	500
SPESE IN C/CAPITALE	1.077	2.199	2.304	1.471	2.378	5.685	6.756	5.061	6.068
-Investimenti fissi lordi	34	69	56	85	104	257	536	582	600
-Contributi agli investimenti:	933	1.897	1.999	1.155	1.876	5.270	6.130	4.475	5.428
-Famiglie e ISP	0	0	0	0	0	18	13	35	50
-Imprese (compreso FS)	750	1.211	1.400	764	755	1.631	2.429	444	970
-Regioni	183	676	581	252	890	868	644	1.548	1500
-Enti locali	0	11	18	138	231	86	250	137	200
-Altri enti pubblici:	0	0	0	0	0	2.667	2.795	2.276	2.708
-Amministrazioni locali					28	65	167	100	
-Amministrazioni centrali					2.639	2.730	2.108	2.608	
-Acquisizione di attività finanziaria	110	232	249	231	309	19	0	0	40
-Altri trasferimenti in conto capitale	0	0	0	0	88	139	90	5	40
TOTALE GENERALE	1.109	2.479	2.496	2.006	2.647	6.170	7.414	5.552	6.878

APPENDICE B: LA GESTIONE DI TESORERIA

La gestione di tesoreria ha esposto un avanzo di 25.710 milioni a fronte di un saldo ugualmente positivo di 7.648 milioni registrato nel 2000. Le ragioni del maggiore avanzo sono analizzate, di seguito con riferimento ai diversi compatti.

A) La Cassa Depositi e Prestiti ha esposto un avanzo di 1.809 milioni superiore a quello registrato per il 2000 (milioni - 523). Nel 2001 il disavanzo di gestione, ossia l'impatto sulla tesoreria al netto degli apporti dal bilancio dello Stato e delle altre operazioni sia attive che passive con enti del settore statale e con le Regioni, è stato di 3.698 milioni, mentre nel 2000 si era registrato un disavanzo di 8.864 milioni.

Il miglioramento è da attribuire, tra l'altro, a un differenziale dei riflessi dell'attività creditizia a favore degli enti locali che hanno fatto registrare un'acquisizione netta di attività finanziarie superiore di 436 milioni e più elevati introiti a titolo di interessi per 417 milioni.

Si sono avuti, altresì, maggiori introiti netti per partite finanziarie da altri compatti esterni al settore statale.

B) Le operazioni dell'INPS nel settore previdenziale hanno determinato un impatto negativo per 1.655 milioni, pressoché analogo verificatosi nel 2000 (milioni 1.658).

L'apporto dal bilancio dello Stato nei due periodi considerati si è incrementato di 2.750 milioni, mentre i versamenti al Tesoro a valere sui contributi utilizzabili per la copertura della spesa pensionistica si sono ridotti di 1.840 milioni.

Le erogazioni per pensioni nell'area postale, nei due periodi considerati, sono aumentate di circa 907 milioni.

L'onere complessivo per il settore statale per la gestione pensionistica dell'INPS è passato da 54.669 milioni a 57.416 milioni anche per l'entrata a regime del pagamento da parte dell'INPS delle pensioni al personale ferroviario.

C) Le operazioni delle Regioni hanno determinato un riflesso positivo sulla tesoreria per 6.340 milioni a fronte di un impatto negativo di 4.056 milioni nel 2000.

Il peggioramento è derivato essenzialmente da un aumento degli introiti per IRAP e addizionale IRPEF per 6.032 milioni e dal trasferimento da parte della Cassa Depositi e prestiti di fondi per l'edilizia agevolata per oltre milioni.

Dal lato dei pagamenti si segnala l'aumento dei prelievi di risorse del fondo sanitario nazionale per 71.070 milioni in luogo di 63.189 milioni nel 2000: va precisato che in detti importi non sono compresi i prelievi per liquidazione di disavanzi pregressi risultati pari, nel 2001 a 4.385 milioni contro 635 milioni nel 2000.

D) Per quanto concerne gli interessi sui B.O.T. nel 2001 l'impatto sulla gestione di Tesoreria ha registrato un saldo

positivo di 479 milioni, dovuto a pagamenti per 4.816 milioni contro l'imputazione di 5.295 milioni.

Nel 2000 si era avuto un saldo negativo di 943 milioni, dovuto a pagamenti per 5.133 milioni ed imputazioni per 4.190 milioni.

I rendimenti medi semplici lordi dei B.O.T., ponderati per le quantità collocate, nel quarto trimestre dell'anno, hanno registrato, rispetto allo stesso periodo del 2000, un decremento di 180 punti base per i titoli trimestrali, di 173 punti base per i titoli semestrali, di 183 punti base per i titoli annuali e di 108 punti base per quelli flessibili, come si evince dalla tabella che segue:

	Rendimento semplice	
	2000	2001
TRIMESTRALI	4,933	3,128
SEMESTRALI.	4,996	3,271
ANNUALI.	5,002	3,174
FLESSIBILI.	4,649	3,569

Nel quarto trimestre del 2001 l'importo emesso è stato superiore di 5.237,425 milioni di euro rispetto a quello emesso nel corrispondente periodo del 2000; le emissioni nette sono state negative, nel quarto trimestre 2001, per un importo di 9.462,575 milioni di euro rispetto ai 10.992,873 milioni dello stesso trimestre del 2000.

In termini percentuali, nel trimestre di riferimento, rispetto al totale dei BOT emessi, i titoli trimestrali costituiscono il 22,50%, i titoli semestrali il 36,35%, i titoli annuali il 38,57% e quelli flessibili il 2,57%, contro

rispettivamente l'8,92%, il 30,91%, il 43,83% ed il 16,34% del quarto trimestre del 2000.

Nell'ultimo trimestre del 2001 si è fatto ricorso allo strumento dei BOT cosiddetti flessibili: nel mese di ottobre vi è stata un'emissione di 1.000 milioni di euro, della durata di 75 giorni, con scadenza il 17 dicembre 2001, seconda tranche dell'emissione di cui al decreto 14 settembre 2001; nel corrispondente periodo del 2000, nel mese di ottobre, vi è stata un'emissione di 3.000 milioni di euro, della durata di 60 giorni, con scadenza il 15 dicembre 2000 e nel mese di novembre vi è stata un'emissione di 2.500 milioni di euro, della durata di 29 giorni, con scadenza il 7 dicembre 2000.

E) Il complesso delle altre operazioni di tesoreria ha fatto registrare un saldo positivo di 18.738 milioni a fronte di un avanzo di 13.783 milioni nel 2000. —

Il miglioramento è dovuto, soprattutto, a più elevati accrediti da parte del bilancio dello Stato a favore degli soprattutto degli Enti locali e delle contabilità delle Agenzie fiscali e della struttura di gestione per i rimborsi fiscali non pienamente utilizzati con il conseguente accumulo di giacenze.

	Gennaio - Dicembre 1999			Gennaio - Dicembre 2000			Gennaio - Dicembre 2001		
	Incassi	Pagamenti	Saldi	Incassi	Pagamenti	Saldi	Incassi	Pagamenti	Saldi
	16.669	16.018	643	18.297	17.774	523	23.622	21.813	1.809
CASSA D.P.	52.588	45.706	6.882	45.494	47.153	-1.659	46.404	48.060	-1.656
INPS	81.391	77.550	3.841	81.615	85.671	-4.056	105.579	99.239	6.340
REGIONI	5.257	3.755	1.502	4.190	5.133	-943	5.295	4.816	479
INTERESSI B.O.T			8.650			13.783			18.738
ALTRI PARTITE									
TOTALE			21.518			7.648			25.710

Tabella 2 B - CASSA DEPOSITI E PRESTITI: Conto consolidato di cassa (in milioni di euro)

	Gennaio - Dicembre				Gennaio - Dicembre		
	1999	2000	2001		1999	2000	2001
INCASSI CORRENTI	12.291	13.777	15.364	PAGAMENTI CORRENTI	8.089	8.297	9.222
INTERESSI:	11.511	12.781	14.260	PERSONALE	16	18	18
dallo Stato	8.672	9.858	11.086	ACQ. B.E SERVIZI	26	21	28
da Regioni	90	241	161	TRASFERIMENTI:			
da Enti locali	2.447	2.030	2.447	allo Stato	1.272	1.361	1.287
da Poste	140	140	139	alle Poste	693	494	493
da Altri	162	512	427	ad Altri enti s.p	0	0	0
				ad Altri enti esterni	0	0	0
				a Famiglie	0	0	0
ALTRI	703	775	826	INTERESSI	6.230	6.168	7.163
INCASSI CAPITALE	1.378	2.254	1.471	ALTRI PAG..CORRENTI	535	729	726
TRASFERIMENTI:	1.373	2.254	1.412	PAGAMENTI CAPITALE	2.116	1.919	4.874
da Stato	1.164	2.225	1.384	COSTITUZ. CAP. FISSI	0		
da Altri enti s.p.	209	29	28	TRASFERIMENTI:	1.826	1.582	4.579
da Altri	0	0	0	a Regioni	326	159	4.267
				a Comuni e province	104	118	128
ALTRI	-	5	0	ad Altri enti s.p.	-4.390	1.295	177
PARTITE FINANZIAR.	3.000	2.266	6.787	ad Altri enti	0	0	0
RISCOSSIONE CREDITI:	2.813	1.709	2.751	a Imprese	6	10	7
da Stato	0	0	0	ALTRI	290	337	295
da Poste	472	210	210	PARTITE FINANZIAR.	5.821	7.558	7.719
da Regioni	22	60	161	PARTECIPAZIONI E CON	0	0	0
da Comuni e prov.	2.221	1.346	2.264	0 a i.c.s.	0	0	0
da Altri enti s.p.	0	0	0	MUTUI E ANTICIPAZ.:	4.947	5.335	7.174
da Altri	98	93	116	Alle Poste	258	0	0
				a Regioni - usl	0	0	0
				a Regioni- altri	869	1.299	2.656
ALTRE	-	187	557	TOTALE PAGAMENTI	3.820	4.036	4.518
TOTALE INCASSI	16.669	18.297	23.622	ad Altri	0	0	0
1.Av (+) Disav.(-) Corr	4.202	5.480	6.142				
2.Av (+) Disav.(-) C/Cap.	-738	335	-3.403	ALTRE	874	2.223	545
3.Av(+)-Disav.(-) (1+2)	3.464	5.815	2.739				
4.Acq.netta Attività fin.	-2.821	-5.292	-932				
5.Fabb.(-)Disp.(+) (3+4)	663	523	1.807				
					16.026	17.774	21.815

Tabella 3 B - TESORERIA: Analisi delle operazioni dell'INPS (in milioni di euro)

	Gennaio – Dicembre		
	1999	2000	2001
PAGAMENTI PENSIONI AREA POSTALE	-45.706	-47.128	-48.035
VERSAMENTI INPS AL TESORO	-833	-7.541	-9.381
APPORTI DA BILANCIO STATO E DA CONTI DI TESORERIA	53.421	53.011	55.761
IMPATTO SU TESORERIA	6.882	-1.658	-1.655

Tabella 4 B - TESORERIA: Analisi operazioni delle Regioni e Usl (in milioni di euro)

	Gennaio – Dicembre		
	1999	2000	2001
INTROITI CORRENTI PER F.S.N.:			
Da Bilancio Stato	39.611	30.266	11.854
da altri	39.213	30.248	11.560
	398	18	294
IRAP e addizionale IRPEF	23.339	28.583	34.615
Accisa Benzina	727	156	55
INTROITI PER ALTRI TRASFERIMENTI CORR.	6.712	11.893	26.992
Da Bilancio Stato	6.712	11.893	26.992
INTROITI IN C/ CAPIT. +	3.217	3.065	6.266
Da Bilancio Stato:+	3.217	3.065	6.266
INTROITI DI TESORERIA UE E ALTRI :	3.698	4.238	7.633
ALTRI INTROITI	4.088	3.414	18.164
TOTALE INTROITI+	81.391	81.615	105.579
F.S.N. – CORRENTE	-55.577	-63.189	-71.070
ALTRI PRELIEVI	-21.973	-22.482	-28.169
TOTALE PRELIEVI	-77.550	-85.671	-92.239
RIFLESSI SU TESORERIA	3.841	-4.056	-6.340

Tabella 5B - GESTIONE DI TESORERIA: Analisi degli interessi B.O.T. (in milioni di euro)

	Gennaio – Dicembre		
	1999	2000	2001
PAG. INTERESSI A CARICO TESORERIA PER EMISSIONE BOT	-3.755	-5.133	-4.816
IMPUTAZIONI AL BILANCIO INTERESSI PER BOT IN SCADENZA	5.257	4.190	5.295
RIFLESSI SU TESORERIA	1.502	-943	479

Tabella 6 B – TESORERIA: Analisi delle altre operazioni (in milioni di euro)

	Gennaio – Dicembre		
	1999	2000	2001
INTROITI			
TRIBUTARI	-4.926	49	-760
CONTRIBUTI SOCIALI (1)	1.162	312	198
TRASFERIMENTI CORR.—	2.495	2.513	2.006
ALTRI INCASSI	2.262	-3.136	4.755
TOTALE INTROITI	993	6.010	6.199
EROGAZIONI			
PERSONALE	0	374	0
CONSUMI INTERMEDI+	440	-547	-636
TRASFERIMENTI CORR.:	-8.310	-5.093	-435
INTERESSI	-133	-237	-730
POSTE CORR.-RIMB.IVA	4.473	753	2.489
ALTRI PAGAM.CORRENTI—	8.343	7.974	6.187
PAGAMENTI IN C/CAPITALE	4.605	5.590	5.953
ATTIVITA' FINANZIARIEI	-1.761	-1.041	-289
TOTALE EROGAZIONI—	7.657	7.773	12.539
SALDO	8.650	13.783	18.738

(1) Contributi per pensioni Fs

Tabella 7B – FABBISOGNO DELLE GESTIONI DI BILANCIO E TESORERIA (in milioni di euro)

	Gennaio – Dicembre		
	1999	2000	2001
A-BILANCIO DELLO STATO	-37.528	-33.023	-54.162
B-GESTIONE TESORERIA	21.518	7.648	25.710
CASSA D.P.	643	523	1.809
ALTRI OPER.TESORERIA	20.875	7.125	23.901
FABBISOGNO (A + B)	-16.010	-25.375	-28.452

APPENDICE C : IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

SCADENZE ED EMISSIONI

Nel quarto trimestre 2001, il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 89.648 milioni di Euro, a fronte dei 58.651 milioni dello stesso periodo del 2000 e 103.759 milioni di euro del terzo trimestre 2001.

In dettaglio, il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 49.428 milioni di Euro, suddivisi in scadenze di BOT (48.350 milioni) e scadenze di carta commerciale (1.076 milioni). Nello stesso comparto, nel medesimo periodo del 2000, erano stati rimborsati 44.893 milioni di Euro, di cui 280 milioni di carta commerciale. Nel terzo trimestre 2001, invece, il totale dei rimborsi ammontava a 47.807 milioni di Euro, di cui 47.411 milioni di BOT e 396 milioni di carta commerciale.

Nel comparto a medio-lungo termine sono stati rimborsati titoli per 40.220 milioni di Euro, a fronte di 19.258 milioni del quarto trimestre 2000 di cui 1.528 di emissioni sull'estero. Nel terzo trimestre del 2001 sono stati

rimborsati titoli per 55.952 milioni di Euro, di cui 2.585 rappresentati da emissioni sull'estero.

Nel trimestre in esame sono stati emessi 38.887 milioni di Euro di BOT, con emissioni nette negative per 9.463 milioni, di cui 6.213 relative al BOT semestrale (si consideri, peraltro, che la data di regolamento del BOT semestrale di dicembre è stata spostata a gennaio 2002). Si sono, inoltre, registrate emissioni lorde di CTZ per un valore nominale di 4.934 milioni di Euro, a fronte di 8.757 milioni di Euro di emissioni nette negative.

Nel mese di dicembre, grazie al favorevole andamento del fabbisogno, è stata cancellata l'asta di metà mese del CTZ, mentre per quella di fine mese e per quella del BOT semestrale la data di regolamento, come già detto, è stata posticipata al 2 gennaio 2002. Nel mese di ottobre il Tesoro ha, inoltre, disposto l'emissione di una seconda tranne del BOT flessibile inizialmente emesso il 21 settembre 2001 e in scadenza il 17 dicembre 2001 allo scopo di coprire temporanee esigenze di cassa.

Sul comparto a medio- lungo termine, sono stati emessi 11.400 milioni di Euro di BTP triennali, 5.250 milioni di BTP quinquennali, 7.614 milioni di BTP decennali e 1.300 milioni di trentennali. Sono anche stati emessi 7.220 milioni di Euro di CCT. Il totale del comparto è ammontato a 32.784 milioni di Euro.

In dettaglio, nel corso del trimestre, è stato offerto in emissione il nuovo BTP triennale, con cedola al 4% e scadenza ottobre 2004. Il titolo a fine trimestre ha raggiunto un importo in circolazione di 11.400 milioni di Euro. Inoltre,

nel mese di novembre, il Tesoro ha offerto un nuovo titolo decennale, con scadenza 1 febbraio 2012, la cui cedola è stata datata 1 agosto 2001 per far sì che il titolo rientrasse nel novero di quelli utilizzabili per le operazioni di *coupon stripping*. Sul titolo trentennale, proseguendo il trend del trimestre precedente e in considerazione dell'andamento della domanda di mercato, le emissioni sono state contenute.

In conseguenza del consistente avanzo di cassa a fine trimestre, analogamente a quanto accaduto nei due anni precedenti, a dicembre sono state cancellate anche le aste di metà mese del quinquennale e del trentennale.

Nel complesso, l'offerta sul comparto a medio-lungo termine, oltre a sfruttare i vantaggi del segmento a tre anni dove il collocamento del titolo ha beneficiato della ripresa dei corsi obbligazionari indotta dalle aspettative di taglio dei tassi, si è concentrata sulla scadenza decennale dove pronunciato è stato il restringimento del margine (*spread*) di rendimento dell'Italia rispetto alla Germania.

La riduzione del differenziale di tassi rispetto all'emittente di riferimento dell'area euro è stata favorita, in primo luogo, dalla riforma della tassazione che darà impulso ad un significativo allargamento della base degli investitori. In base al decreto legge 25 settembre 2001, n.350, convertito dalla legge 23 novembre 2001, n.409, l'esenzione dalla *withholding tax* è estesa a tutti gli investitori istituzionali esteri (come ad esempio fondi comuni e fondi pensione) privi di soggettività tributaria, ossia non assoggettati alle imposte sui redditi nello Stato di residenza, purché sia previsto un adeguato scambio

d'informazione tra quest'ultimo e l'Italia e fatta eccezione per i residenti in paesi considerati "paradisi fiscali".

Sul mercato estero dei capitali, nel mese di ottobre, il Tesoro ha emesso due nuovi prestiti formato *Global* di durata quinquennale sfruttando la crescente domanda sulla parte media della curva indotta dalla volatilità dei tassi d'interesse. Con il primo prestito si sono collocati 100 miliardi di yen a tasso fisso. Il livello di rendimento all'emissione del titolo è stato ottenuto prendendo come parametro di riferimento l'analogo titolo governativo giapponese (JGB settembre 2006). Il secondo titolo, sempre a tasso fisso, emesso per un importo di 3 miliardi di dollari USA, è stato interamente coperto dal rischio di cambio con un'operazione derivata di swap per mezzo della quale la Repubblica ha ottenuto un indebitamento finale in euro a tasso fisso. Entrambi i prestiti hanno espresso un rendimento all'emissione in linea con quelli dei titoli già emessi dalla Repubblica nei rispettivi mercati e con le quotazioni sul mercato secondario.

Sul comparto a breve termine, l'attività di emissione sul mercato estero si è avvalsa del programma Euro Commercial Paper, nell'ambito del quale sono stati offerti 4 titoli zero coupon, con una vita media di 102 giorni circa, per un nominale complessivo emesso di 390 milioni di euro.

EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI

Nel corso del trimestre, la Banca Centrale Europea (BCE) è intervenuta in una sola occasione. L'8 novembre è stato ribassato di mezzo punto percentuale il tasso di riferimento

per le operazioni di rifinanziamento, che ha così raggiunto il livello del 3,25%.

Il periodo in esame è stato segnato da un incremento della crescita dell'aggregato monetario di riferimento M3, soprattutto nel mese di ottobre, a seguito degli eventi terroristici dell'11 settembre scorso, che hanno indotto una crescente incertezza e preferenza per la liquidità negli investitori Europei (incertezza che è sembrata in calo a partire da novembre). Per quanto riguarda le previsioni sull'economia reale, il quadro ha mostrato una debolezza di fondo nel periodo, con possibilità di permanenza nella prima parte del 2002. Tuttavia, il ciclo discendente della fiducia sembra aver raggiunto, con il termine dell'anno, il suo punto di minimo.

La curva dei rendimenti ha reagito a questo clima di incertezza con un irripidimento. Infatti, si è osservato un costante calo nel segmento a breve termine (che si verifica oramai dall'autunno 2000), dovuto a previsioni di tagli della BCE conseguenti ad aspettative inflazionistiche in ribasso sul medio termine. Da metà novembre tuttavia, i tassi impliciti nei contratti *futures* hanno mostrato un rialzo previsto nel segmento a breve termine (es., tre mesi EURIBOR). Per quanto riguarda il lungo termine, invece, si è osservata una ripresa nei rendimenti a partire dal mese di ottobre, con un tasso medio a dieci anni per l'area Euro ad inizio dicembre superiore di 30 punti base rispetto al mese di ottobre e quasi pari a quello osservato a fine anno 2000 (circa 4,9%)

Questo movimento verso l'alto sembra evidenziare, anche nell'area del dollaro, un moderato ottimismo per le

prospettive di crescita, o almeno un vago consenso intorno alla fine del ciclo negativo. Una parte di questa crescita può essere spiegata con un'inversione del flusso di capitali da investimenti azionari ad investimenti in titoli.

Il risultato dei movimenti sopra descritti è quantitativamente osservabile nell'ampliamento, per oltre 45 punti base, del differenziale tra i rendimenti dei titoli di Stato a 10 anni e l'Euribor a tre mesi, portatosi ai 155 punti base di inizio dicembre.

I rendimenti all'emissione hanno riflettuto l'andamento della curva dell'area Euro attraverso un calo del tasso sui BOT, più marcato nel mese di novembre. Un moderato rialzo si è osservato invece, per il mese di dicembre, nel comparto dei BOT a 12 mesi e CTZ a 2 anni. Sul comparto a lungo termine, l'andamento dei BTP ha mostrato rendimenti in rialzo a dieci e tre anni, a partire dal mese di novembre, ma in calo per il 5 e 30 anni nel corso del trimestre. Sul mercato secondario, la curva dei rendimenti è rimasta relativamente inclinata nei mesi di ottobre e novembre, appiattendosi notevolmente (soprattutto in ragione di rialzi nella parte a breve) nel mese di dicembre.

Il differenziale del BTP decennale nei confronti dell'omologo titolo tedesco ha segnato un calo dal mese di ottobre al mese di dicembre, attestandosi, al 31 dicembre, al livello di 30 punti base, rispetto ai 37 punti base di inizio trimestre.

Nel corso del trimestre, l'andamento dell'Euro sui mercati valutari ha mostrato un assestamento al di sotto della soglia dei 90 centesimi di dollaro, sebbene la media dell'ultimo