

- minori pagamenti per interessi per 1.714 milioni.

Per i pagamenti in conto capitale si segnalano:

- minori contributi agli investimenti ad amministrazioni pubbliche (- milioni 1.328) originati, in particolare, da minori erogazioni per fondo rotazione formazione professionale, e somme destinate alle Regioni per le aree depresse e il federalismo amministrativo compensate, in parte, da maggiori pagamenti del fondo per investimenti per la finanza locale e per trasferimenti all'ANAS ;

- l'accreditamento sugli appositi conti correnti di tesoreria degli Enti beneficiari di 1.944 milioni dei proventi derivanti dalla cartolarizzazione degli immobili degli enti previdenziali.

Si sono infine avute minori acquisizioni di attività finanziarie per 1.418 milioni di euro riferiti, in conseguenza, soprattutto, di un minore apporto al capitale sociale delle FS s.p.a..

## APPENDICE B: IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

### SCADENZE ED EMISSIONI

#### *Scadenze*

Nel secondo trimestre 2002 il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 105.792 milioni, a fronte dei 78.676 milioni dello stesso periodo del 2001 e 96.207 milioni del primo trimestre 2002.

In dettaglio, il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 49.037 milioni, suddivisi in scadenze di BOT (49.008 milioni) e scadenze di carta commerciale (29 milioni). Nello stesso comparto, nel medesimo periodo del 2001, erano stati rimborsati 42.547 milioni, di cui 290 milioni di carta commerciale; nel primo trimestre 2002, invece, il totale dei rimborsi ammontava a 48.729 milioni, di cui 307 milioni di carta commerciale.

Nel comparto a medio-lungo termine sono stati rimborsati titoli per 56.755 milioni di cui 7.708 di emissioni sull'estero, a fronte di 36.129 milioni del secondo trimestre 2001 di cui 5.233 di titoli esteri. Nel primo trimestre 2002 erano stati rimborsati titoli per 47.478 milioni di cui 620 rappresentati da emissioni sull'estero.

*Emissioni*

Nel corso del trimestre sono stati emessi 55.800 milioni di BOT, con emissioni nette positive per 6.792 milioni.

Proseguendo nella consueta politica di più efficiente gestione dei flussi di cassa, il Tesoro ha disposto l'emissione di due BOT di durata anomala (i cosiddetti BOT flessibili) posizionandone le scadenze nei mesi di dicembre e luglio 2002; in tal modo, si è inteso raggiungere il duplice obiettivo di coprire temporanee esigenze di cassa facendo cadere i rimborsi in momenti caratterizzati da un'ampia riserva di liquidità. Nel mese di aprile è stato riaperto il BOT flessibile emesso il 28 marzo con scadenza 20 dicembre 2002, mentre nel mese di maggio è stato riaperto un titolo con durata residua di 45 giorni e scadenza 15 luglio.

Le emissioni lorde di CTZ sono state pari a un valore nominale di 12.125 milioni, di cui 3.125 relativi al nuovo titolo offerto a fine trimestre con scadenza 30/06/2004.

Sul comparto a medio-lungo termine, sono stati emessi 14.100 milioni di BTP triennali, 7.400 milioni di BTP quinquennali, 6.253 milioni di BTP decennali, 1.650 milioni di BTP quindicennali e 2.001 milioni di trentennali.

Per quanto riguarda i titoli a 3 anni, il significativo flottante emesso sulla scadenza è dovuto ad una nuova emissione inaugurata a maggio, con rimborso 15/05/2005. Nel corso del trimestre, il Tesoro ha inoltre inaugurato un'emissione di BTP quinquennali con data di regolamento 15/04/2002 e scadenza 15/10/2007. Come per precedenti emissioni, anche questo titolo ha una durata più lunga di 5 anni, affinché lo status di *benchmark* venga mantenuto più a lungo.

Analogamente al trimestre precedente, l'asta del BTP a 30 anni ha avuto cadenza trimestrale anziché mensile; pertanto la seconda tranche del nuovo BTP 01/02/2033 è stata emessa nel solo mese di maggio. Sempre nel campo dei titoli a lungo termine, nel corso del mese di giugno è stata disposta la riapertura del titolo a 15 anni con scadenza agosto 2017. Il titolo - originariamente caratterizzato dal collocamento tramite il ricorso ad un sindacato di banche - è stato offerto con la consueta procedura d'asta; l'inserimento del titolo quindicennale nella normale procedura d'asta marginale garantisce maggiore liquidità anche a questo segmento della curva dei rendimenti. Anche per questo titolo, come per i decennali ed i trentennali, è possibile richiedere operazioni di *coupon stripping*.

Infine sono stati emessi 11.171 milioni di euro di CCT, comprensivi del nuovo titolo 01/04/2002-01/04/2009. Pertanto, il totale dei titoli emessi sul mercato interno nel comparto BTP-CCT è ammontato a 42.575 milioni.

Il Ministero ha inoltre continuato a condurre le operazioni di concambio, con la finalità principale di rendere maggiormente uniforme il profilo delle scadenze. I titoli oggetto del riacquisto, nelle tre operazioni effettuate nel trimestre, avevano scadenza nel 2002 e nel 2003 e sono stati sostituiti con titoli opportunamente scelti. Le tre operazioni concluse hanno riguardato la nuova emissione del BTP 15/04/02-15/10/07, a fronte del BTP 15/10/00-03, e del CCT 01/04/02-09, a fronte del CCT 01/04/96-03; nel terzo caso è stato offerto il CCT 01/01/02-01/07/09, ritirando il BTP 15/10/00-03. Gli

ammontari nominali scambiati nelle tre operazioni sono stati rispettivamente 1.476, 509 e 1.273 milioni.

A fine giugno si è concluso il rientro dei capitali dall'estero, facilitato dall'apposita normativa fiscale. In particolare, nell'ambito di questa operazione i capitali emersi attraverso la sottoscrizione di titoli hanno determinato l'emissione di circa 27 milioni del titolo BTP decennale 01/11/01-11 predisposto ad hoc.

Sul mercato estero dei capitali la Repubblica, nel corso del periodo in oggetto, ha effettuato due riaperture di *Global bond* a tasso fisso. La prima, nel mese di aprile, ha incrementato il titolo quinquennale emesso ad ottobre 2001 raddoppiando il circolante fino ad un ammontare complessivo di 200 miliardi di yen. Nel mese di maggio la seconda riapertura, di un miliardo di dollari USA, ha portato il titolo decennale originariamente emesso a marzo 2002 a complessivi 3 miliardi di dollari. Entrambe le operazioni hanno generato rendimenti all'emissione in linea con quelli espressi dal mercato secondario dei titoli oggetto di riapertura, i quali - già ampiamente trattati nei rispettivi mercati - hanno in tal modo ottenuto maggior liquidità.

Sul comparto a breve termine, l'attività di emissione sul mercato estero nell'ambito del programma *Euro Commercial Paper* è stata molto più sostenuta rispetto al primo trimestre dell'anno. Nonostante il costo di raccolta su questo settore di mercato si sia alzato mediamente di un paio di punti base rispetto ai livelli dell'anno precedente, la carta commerciale ha rappresentato uno strumento estremamente flessibile per la gestione delle scadenze e della provvista. Quasi tutte le

operazioni sono state contratte in dollari; l'altra valuta utilizzata è stata la sterlina inglese, oltre ad un titolo emesso direttamente in euro. Le scadenze sono state posizionate per lo più a fine anno, in modo da aiutare l'obiettivo già perseguito con le emissioni domestiche di alleggerire le giacenze del conto disponibilità inutilmente elevate nel mese di dicembre. Come di consueto, operazioni di compravendita a pronti e a termine sul mercato delle valute hanno assicurato alla Repubblica la raccolta in euro al riparo dai rischi di cambio.

### **EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI**

Nel corso del trimestre, la Banca Centrale Europea (BCE) ha mantenuto invariato al 3,25% il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principale. Dopo aver rilevato un quadro inflazionistico meno favorevole all'inizio del trimestre, nel mese di giugno i fattori determinanti per l'evoluzione dei prezzi sono rimasti sotto controllo. Tuttavia, il fattore prevalente è la prolungata incertezza sulla ripresa dell'economia reale, per cui si prevedono tassi di crescita elevati solo nel prossimo anno. Anche l'apprezzamento dell'euro è stato valutato con estrema prudenza, per quanto riguarda gli effetti duraturi che potrà avere sui prezzi; buona parte della debolezza del dollaro nei confronti dell'euro è infatti imputabile alla discesa degli indici azionari e al conseguente deflusso di risorse precedentemente impiegate nel finanziamento dell'enorme disavanzo commerciale americano.

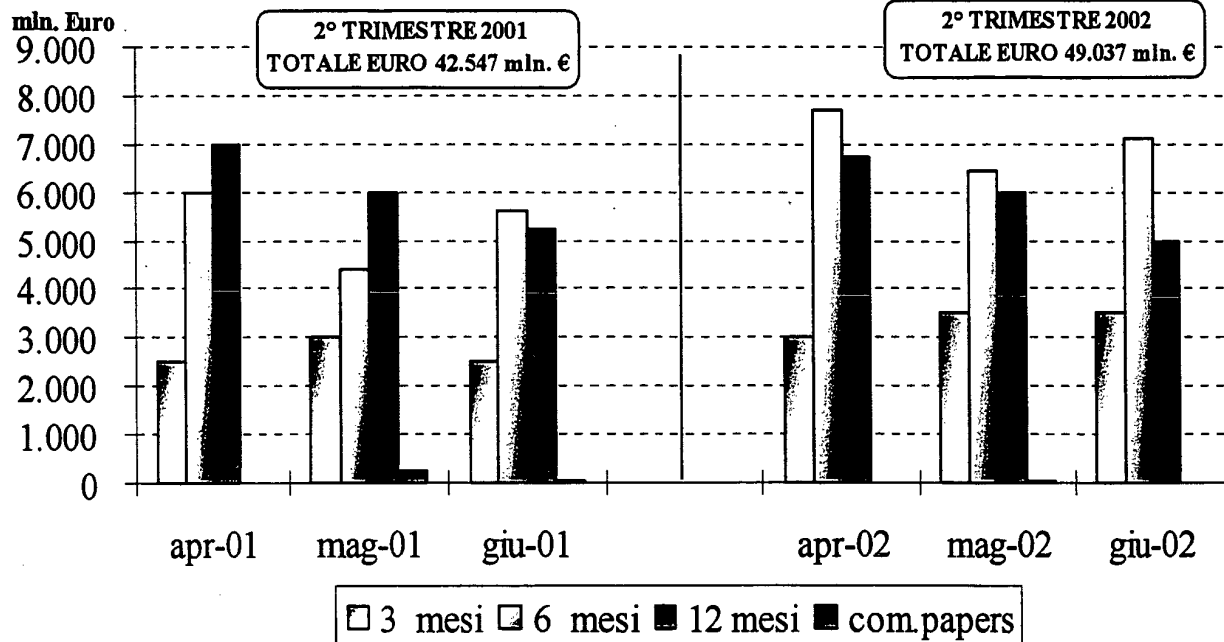
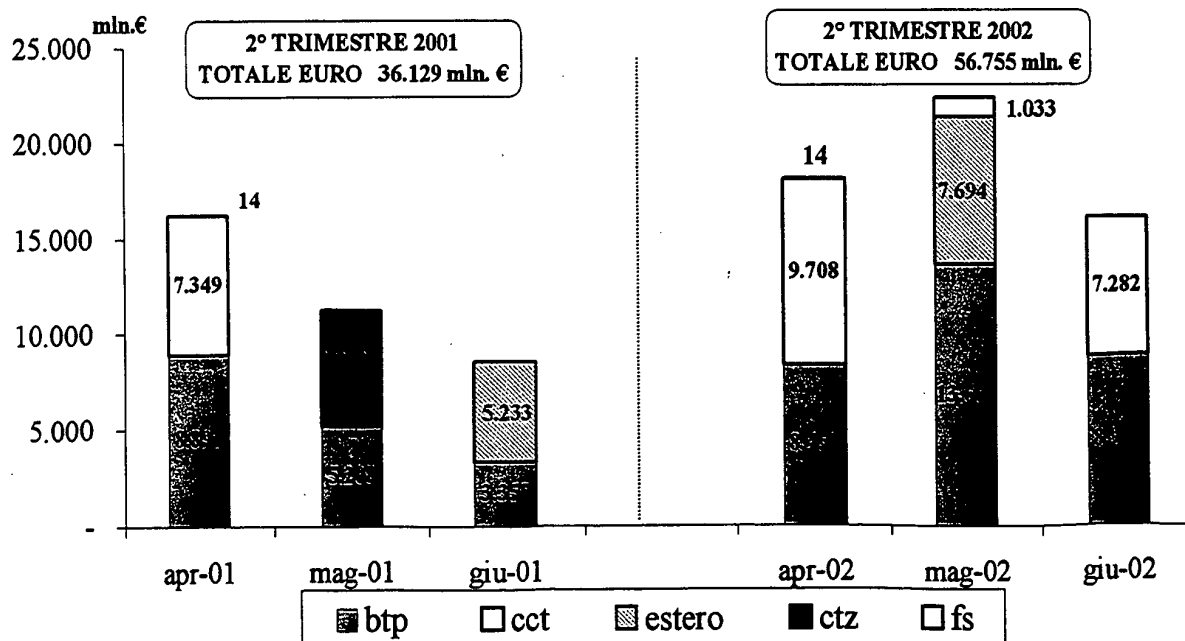
Le difficoltà della borsa e la stabilità dei tassi a breve hanno consentito al mercato obbligazionario di guadagnare molto terreno nel corso del trimestre. Politiche invariate delle banche centrali hanno risvegliato l'interesse per il tasso fisso sulla parte a lunga scadenza della curva, nonostante il rischio in conto capitale implicito in una svolta anticipata nella fase ciclica dei tassi. In questo clima è da segnalare l'esito positivo dell'asta del BTP trentennale, per il quale la quantità domandata è stata quasi doppia rispetto all'offerta.

L'andamento dei rendimenti - su tutta la curva dei titoli di Stato - ha tratto anche beneficio dal giudizio positivo espresso dalle agenzie di rating nel corso del periodo in oggetto. Nel mese di giugno l'agenzia internazionale Fitch ha alzato il rating sul debito a lungo termine della Repubblica, riportandolo da "AA-" ad "AA", a fronte dei rilevanti progressi conseguiti nel deficit e nel consolidamento del debito; a metà maggio l'agenzia Moody's aveva già assegnato alla Repubblica un innalzamento del rating ad Aa2. A seguito di queste decisioni si sono ristretti i differenziali di rendimento nei confronti dei titoli tedeschi, specialmente per le scadenze a 3 e 5 anni.

Nel dettaglio, il consistente ricorso al titolo triennale è risultato opportuno, sia per assecondare la domanda degli investitori che si è intensificata quando - nel corso del trimestre - sono apparse meno probabili imminenti manovre restrittive sui tassi, sia per sfruttare una fonte di copertura del fabbisogno relativamente meno onerosa della scadenza quinquennale e decennale, vista l'accentuata inclinazione positiva della parte a medio termine della curva dei rendimenti nel periodo in oggetto. Di contro, la scadenza quinquennale in

questi mesi è risultata più onerosa per il Tesoro, proprio perché situata su un tratto intermedio della curva dove la pendenza è stata decisamente meno accentuata. I livelli meno elevati dei tassi di mercato monetario nel corso del trimestre rispetto a quelli di fine marzo sono stati ampiamente sfruttati facendo ricorso a strumenti a breve termine e al comparto dei CCT.



**TITOLI IN SCADENZA A BREVE TERMINE****TITOLI IN SCADENZA A MEDIO E LUNGO TERMINE**

**Tabella 1 B – DEBITO: Emissioni lorde sul mercato al valore nominale - titoli con durata fino a due anni (valori in milioni di euro)**

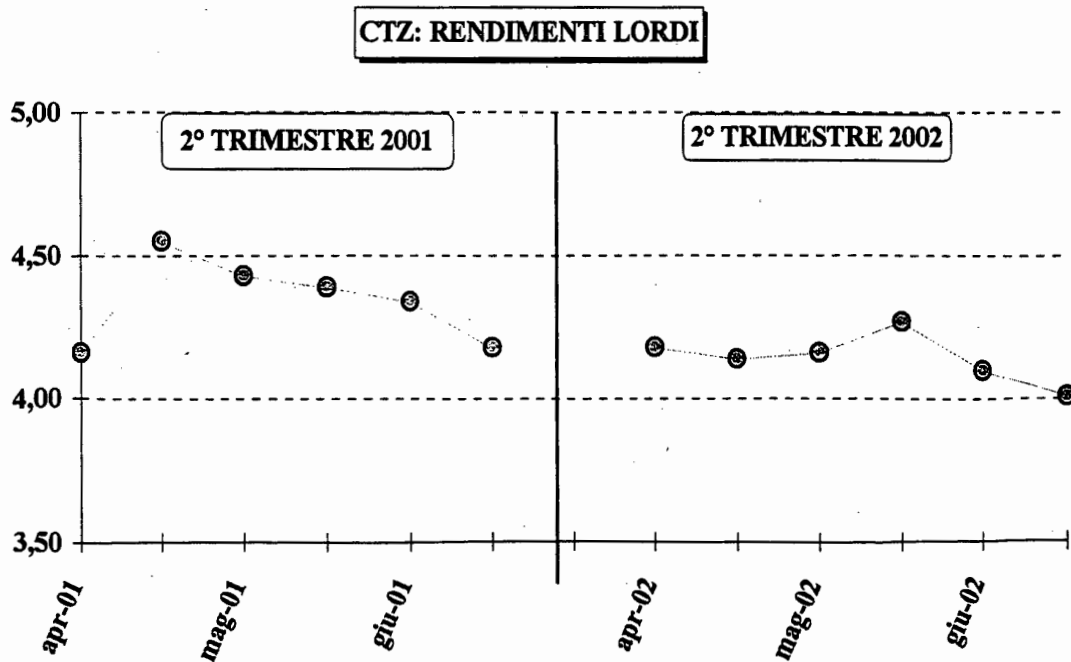
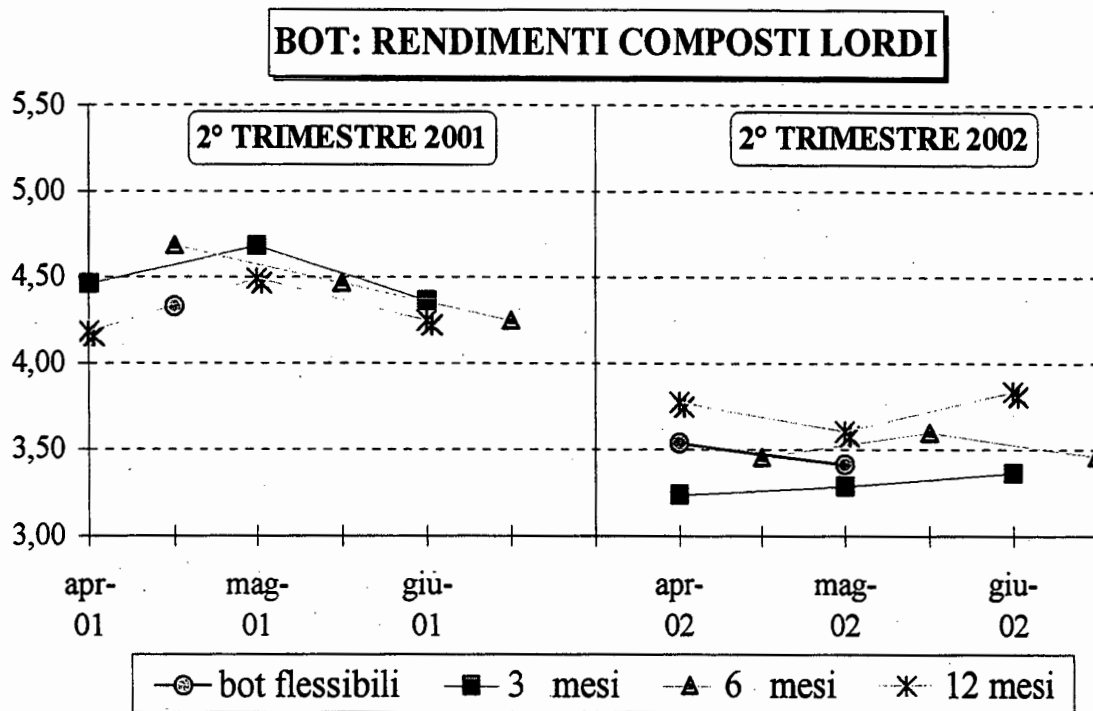
	BOT				CTZ	
	flessibili	3 mesi	6 mesi	12 mesi	18 mesi	2 anni
gen-99	-	6.000	7.000	9.500	5.113	4.246
feb-99	-	4.500	6.250	8.000	2.346	2.359
mar-99	-	3.500	5.500	7.500	2.875	3.200
apr-99	-	5.500	7.000	7.500	1.500	1.767
mag-99	-	4.250	4.750	6.250	2.400	3.750
giu-99	-	3.500	4.000	5.500	2.161	2.326
lug-99	-	4.500	6.250	7.250	1.650	2.500
ago-99	-	3.500	5.750	6.750	1.039	1.058
set-99	-	3.500	5.500	7.250	2.501	1.650
ott-99	-	4.000	6.500	6.393	1.375	2.001
nov-99	-	3.250	4.000	5.500	530	751
dic-99	-	-	3.500	3.500	-	-
gen-00	-	4.000	6.250	7.000	2.002	1.501
feb-00	-	3.250	5.250	7.000	3.125	1.751
mar-00	-	2.000	5.000	5.500	2.200	2.501
apr-00	-	4.000	6.000	7.000	2.001	2.001
mag-00	-	3.500	4.000	6.000	2.500	1.502
giu-00	-	-	3.500	5.250	1.029	1.001
lug-00	-	3.000	7.000	7.250	1.501	2.358
ago-00	-	3.250	5.250	6.750	1.010	1.001
set-00	-	3.250	5.000	7.250	825	1.100
ott-00	3.000	-	6.000	6.000	825	759
nov-00	2.500	3.000	4.400	5.250	-	825
dic-00	-	-	-	3.500	-	-
gen-01	-	2.500	12.108	6.750	-	4.550
feb-01	-	3.000	6.600	7.000	-	3.575
mar-01	-	2.500	5.810	5.500	-	3.266
apr-01	1.000	3.000	7.150	6.750	-	3.151
mag-01	-	3.250	6.050	6.000	-	3.025
giu-01	-	2.500	7.150	5.000	-	3.002
lug-01	750	3.000	6.693	6.000	-	2.850
ago-01	-	3.250	6.977	6.000	-	2.750
set-01	750	3.500	6.753	6.500	-	4.425
ott-01	1.000	3.000	7.700	5.500	-	3.150
nov-01	-	3.250	6.437	5.000	-	1.784
dic-01	-	2.500	-	4.500	-	-
gen-02	1.500	3.000	14.271	6.500	-	5.605
feb-02	2.000	3.500	7.700	7.000	-	3.750
mar-02	2.000	3.500	7.000	5.500	-	4.636
apr-02	2.000	3.500	7.700	6.750	-	3.675
mag-02	2.000	4.000	7.150	6.000	-	3.675
giu-02	-	4.000	7.700	5.000	-	4.775

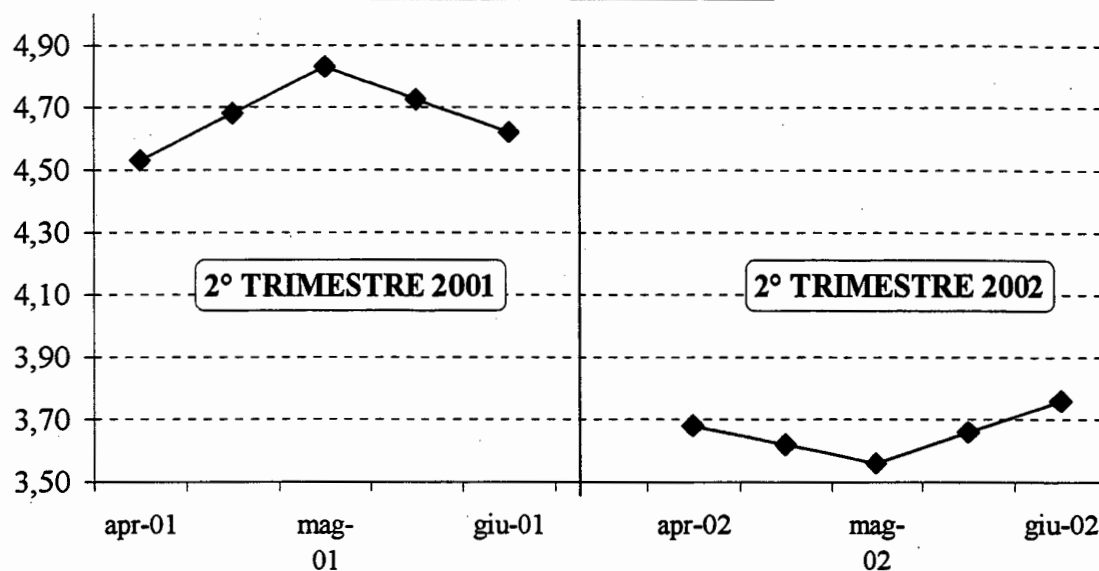
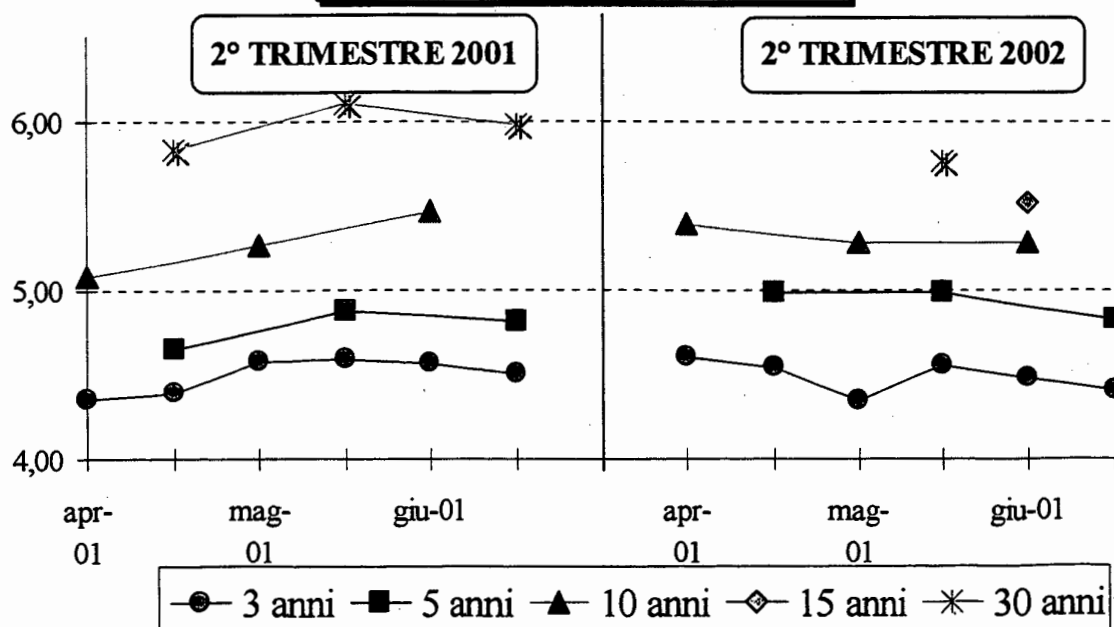
**Segue Tabella 1 B – DEBITO: Emissioni lorde sul mercato al valore nominale titoli con durata superiore a due anni (valori in milioni di euro)**

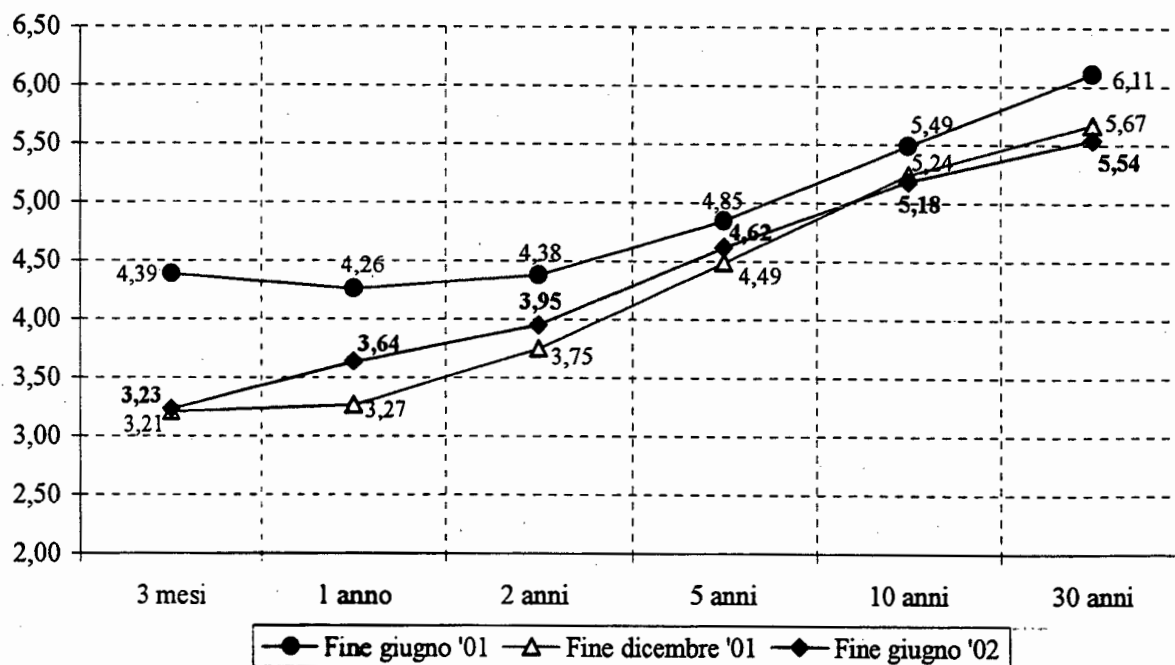
	CCT	BTP				
		3 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni
(valori espressi in mln. €uro)						
gen-99	2.000	5.645	5.751	3.500	-	3.249
feb-99	2.200	5.638	5.342	3.850	-	2.750
mar-99	2.000	4.274	5.092	3.000	-	1.609
apr-99	2.797	6.593	6.079	3.300	-	1.650
mag-99	1.769	4.000	4.750	3.300	-	1.500
giu-99	1.650	3.580	2.876	4.375	-	825
lug-99	825	3.297	4.382	2.750	-	1.100
ago-99	1.321	2.601	2.851	2.082	-	1.100
set-99	751	1.925	2.152	2.200	-	1.100
ott-99	1.001	4.024	2.651	2.001	-	1.000
nov-99	1.065	1.852	1.852	2.200	-	1.003
dic-99	-	-	-	1.500	-	-
gen-00	2.323	3.628	5.533	1.650	-	1.548
feb-00	2.200	5.950	3.850	1.751	-	1.650
mar-00	2.200	1.860	2.291	2.002	-	3.750
apr-00	1.650	5.251	2.750	4.375	-	2.250
mag-00	1.375	4.501	3.251	2.001	-	1.751
giu-00	1.001	3.986	1.570	1.001	-	825
lug-00	825	2.750	3.125	1.100	-	825
ago-00	825	1.576	1.925	1.251	-	825
set-00	1.030	2.750	2.200	2.200	-	1.781
ott-00	2.266	4.432	1.375	1.375	-	750
nov-00	1.511	2.851	1.100	1.251	-	825
dic-00	-	-	-	-	-	-
gen-01	3.025	5.430	2.751	3.300	-	2.001
feb-01	2.200	5.475	2.000	3.300	-	2.000
mar-01	1.555	4.125	3.750	5.000	-	1.291
apr-01	3.001	5.251	2.250	2.751	-	1.065
mag-01	2.001	4.399	1.925	2.500	-	1.100
giu-01	1.500	2.850	2.200	2.000	-	1.100
lug-01	1.500	4.001	2.103	2.250	-	501
ago-01	2.016	1.875	500	1.650	-	500
set-01	3.750	3.850	3.750	2.750	-	825
ott-01	3.300	6.300	2.750	1.650	-	550
nov-01	2.170	2.900	2.500	4.039	-	750
dic-01	1.751	2.200	-	1.925	-	-
gen-02	3.500	5.875	2.200	2.500	-	-
feb-02	5.361	4.750	2.000	2.501	4.000	-
mar-02	3.651	6.125	3.935	2.750	2.500	3.000
apr-02	4.171	4.400	3.750	2.250	-	-
mag-02	3.500	5.500	2.000	2.003	-	2.001
giu-02	3.500	4.200	1.650	2.000	1.650	-

**Tabella 2 B – DEBITO: Rendimenti composti lordi dei titoli di stato (medie ponderate mensili)**

		BOT				CTZ		CCT	BTP			
	flessibili	3 mesi	6 mesi	12 mesi	18 mesi	2 anni		3 anni	5 anni	10 anni	15 anni	30 anni
gen-99	-	3,14	2,97	3,10	2,94	3,02	3,01	3,12	3,28	4,01	-	4,86
feb-99	-	3,04	3,01	3,02	2,95	3,00	3,18	3,06	3,25	3,84	-	5,09
mar-99	-	3,03	2,94	3,06	2,95	3,07	3,18	3,18	3,50	4,10	-	5,21
apr-99	-	2,61	2,58	2,70	2,65	2,74	3,16	2,96	3,27	4,29	-	5,04
mag-99	-	2,57	2,57	2,67	2,63	2,77	2,74	2,85	3,19	4,08	-	5,24
giu-99	-	2,58	2,71	2,78	3,11	3,06	2,75	3,18	3,55	4,39	-	5,59
lug-99	-	2,50	2,86	2,99	2,96	3,45	2,89	3,54	4,11	4,92	-	5,67
ago-99	-	2,49	2,91	3,20	3,07	3,66	3,11	3,77	4,37	5,02	-	5,93
set-99	-	2,45	2,92	3,19	3,42	3,67	3,12	3,89	4,54	5,11	-	6,09
ott-99	-	3,06	3,43	3,57	3,97	4,14	3,11	4,17	4,74	5,29	-	6,22
nov-99	-	3,03	3,42	3,53	3,85	3,90	3,63	4,27	4,71	5,50	-	5,77
dic-99	-	-	3,45	3,69	-	-	-	-	-	5,38	-	-
gen-00	-	3,27	3,55	3,89	3,95	4,26	3,75	4,61	5,24	5,55	-	6,29
feb-00	-	3,35	3,78	4,01	4,35	4,38	3,70	4,88	5,41	5,81	-	6,20
mar-00	-	3,60	3,99	4,22	4,39	4,63	3,88	4,83	5,23	5,68	-	5,91
apr-00	-	3,89	4,17	4,27	4,44	4,50	4,18	4,76	5,08	5,49	-	5,77
mag-00	-	4,26	4,56	4,67	4,94	4,88	4,30	5,04	5,30	5,52	-	5,95
giu-00	-	-	4,58	4,94	5,02	5,07	4,71	5,17	5,29	5,47	-	5,88
lug-00	-	4,25	4,73	4,97	5,10	5,17	4,75	5,27	5,39	5,54	-	5,94
ago-00	-	4,42	5,01	5,07	5,24	5,19	5,04	5,34	5,45	5,49	-	5,82
set-00	-	4,72	4,94	5,20	5,05	5,31	5,23	5,35	5,43	5,62	-	5,90
ott-00	4,56	-	5,11	5,10	5,14	5,13	5,15	5,22	5,30	5,59	-	6,00
nov-00	4,97	5,02	4,99	5,14	-	5,12	5,23	5,18	5,26	5,53	-	6,02
dic-00	-	-	-	4,64	-	-	-	-	-	-	-	-
gen-01	-	4,69	4,70	4,47	-	4,46	4,97	4,64	4,71	5,26	-	5,73
feb-01	-	4,58	4,70	4,46	-	4,49	4,87	4,59	4,72	5,18	-	5,73
mar-01	-	4,67	4,34	4,47	-	4,19	4,93	4,56	4,72	5,16	-	5,76
apr-01	4,335	4,47	4,69	4,19	-	4,36	4,53	4,38	4,65	5,08	-	5,84
mag-01	-	4,68	4,47	4,49	-	4,42	4,83	4,58	4,88	5,27	-	6,10
giu-01	-	4,36	4,25	4,25	-	4,29	4,62	4,55	4,81	5,47	-	5,98
lug-01	4,402	4,32	4,32	4,24	-	4,25	4,41	4,43	4,77	5,29	-	6,00
ago-01	-	4,21	4,12	4,03	-	4,01	4,50	4,32	4,49	5,24	-	5,76
set-01	3,686	4,04	3,45	3,92	-	3,79	4,29	4,10	4,53	5,12	-	5,94
ott-01	3,620	3,38	3,37	3,33	-	3,36	3,62	3,80	4,28	5,07	-	5,69
nov-01	-	3,10	3,22	2,98	-	3,28	3,50	3,43	4,04	4,73	-	5,34
dic-01	-	3,02	-	3,20	-	-	3,39	3,71	-	4,92	-	-
gen-02	3,519	3,211	3,26	3,382	-	3,80	3,31	4,10	4,49	5,16	-	-
feb-02	3,449	3,159	3,35	3,494	-	3,84	3,49	4,36	4,71	5,15	5,482	-
mar-02	3,701	3,233	3,531	3,684	-	4,25	3,48	4,32	4,88	5,21	5,695	5,75
apr-02	3,540	3,241	3,459	3,778	-	4,16	3,68	4,57	4,99	5,39	-	-
mag-02	3,416	3,291	3,600	3,608	-	4,22	3,56	4,48	4,98	5,28	-	5,76
giu-02	-	3,367	3,462	3,839	-	4,04	3,76	4,44	4,82	5,28	5,510	-



**CCT: RENDIMENTI LORDI****BTP: RENDIMENTI LORDI**

**CURVA DEI RENDIMENTI SUL MERCATO SECONDARIO****VITA RESIDUA MEDIA PONDERATA DEI TITOLI DI STATO**