

della Difesa. Tale scostamento è in parte destinato a riassorbirsi nel corso del 2003;

Amministrazio  
ni pubbliche

- maggiori pagamenti alle amministrazioni pubbliche, (1.778 milioni di euro) imputabili soprattutto agli enti territoriali ed in particolare alle province e comuni il cui incremento di 2.223 milioni di euro è attribuibile a maggiori trasferimenti di somme destinati ai predetti enti a titolo di compartecipazione IRPEF (+ 2.580 milioni di euro) e per quelle destinate al Fondo ordinario per la finanza locale. All'interno del comparto relativo alle amministrazioni pubbliche, diminuiscono per contro, i trasferimenti agli enti di previdenza il cui decremento pari a milioni 815 è imputabile all'INPS;

Famiglie

- maggiori pagamenti alle istituzioni sociali private (+ 251 milioni), in particolare attribuibili a maggiori erogazioni alla Conferenza Episcopale Italiana e alle scuole e università private;

Estero

- aumento di 1.070 milioni delle risorse proprie U.E. il cui incremento è attribuibile soprattutto alla quota PNL;
- diminuzioni per le spese relative alle poste correttive e compensative delle entrate (- 1.485 milioni) per minori versamenti alle contabilità speciale intestata alla struttura gestionale che provvede alla regolazione in entrata dei fondi di bilancio;

Interessi

- minori spese per interessi passivi e redditi da capitale diminuiti di 1.123 milioni imputabili in prevalenza al debito patrimoniale;

Spese in conto  
capitale

Relativamente ai pagamenti in conto capitale il lieve decremento di 530 milioni di euro è soprattutto imputabile a:

- minori contributi agli investimenti ad amministrazioni pubbliche. Per le amministrazioni pubbliche centrali la flessione di 390 milioni di euro è imputabile in particolare all'Anas in conseguenza della trasformazione dell'Ente in SpA (tali contributi sono diventati apporto al capitale sociale) ed al Fondo per l'innovazione tecnologica. Per contro si registra un aumento nelle amministrazioni pubbliche locali per maggiori somme destinate al federalismo amministrativo;

Partite  
finanziarie

- minori acquisizioni finanziarie ( milioni 399) per minori somme destinate alle Ferrovie SpA , compensate da maggiori apporti al capitale sociale dell'ANAS.

**PAGINA BIANCA**

## APPENDICE B: IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

### SCADENZE ED EMISSIONI

#### Scadenze

**Titoli in scadenza**

Nel primo trimestre 2003 il volume complessivo dei titoli di Stato italiani in scadenza è stato pari a 94.399 milioni a fronte dei 96.207 milioni dello stesso periodo del 2002, con un decremento dell'1,88 per cento. Nel quarto trimestre 2002 le scadenze erano state pari a 92.610 milioni.

*Tabella 1: Titoli di Stato in scadenza (milioni di euro)*

	I° trimestre 2002	II° trimestre 2002	III° trimestre 2002	IV° trimestre 2002	I° trimestre 2003
<b>Titoli a breve termine</b>	<b>48.729</b>	<b>49.037</b>	<b>54.074</b>	<b>59.671</b>	<b>47.085</b>
di cui: BOT	48.422	49.009	53.850	57.550	47.085
Carta commerciale	307	28	224	2.121	0
<b>Titoli a medio-lungo termine</b>	<b>47.478</b>	<b>56.755</b>	<b>34.494</b>	<b>32.939</b>	<b>47.314</b>
di cui: CTZ, CCT e BTP	46.800	49.047	33.670	32.925	47.314
Emissioni estere	678	7.708	824	14	0
<b>TOTALE</b>	<b>96.207</b>	<b>105.792</b>	<b>88.568</b>	<b>92.610</b>	<b>94.399</b>

**Titoli a breve**

In dettaglio, il comparto a breve termine ha registrato scadenze per 47.085 milioni, interamente dovuti a scadenze di BOT. Nello stesso comparto, nel medesimo periodo del 2002, erano stati invece rimborsati 48.729 milioni, di cui 48.422 milioni di BOT e 307 milioni di carta commerciale.

**Titoli a medio lungo**

Nel comparto a medio-lungo termine sono stati rimborsati titoli per 47.314 milioni; nel periodo in oggetto non si sono verificate scadenze di titoli esteri. Nel primo trimestre 2002 erano stati rimborsati 47.478 milioni di titoli a medio-lungo termine, di cui 678 milioni di titoli esteri.

#### Emissioni

Nel primo trimestre 2003 sono stati emessi complessivamente sul mercato interno 121.390 milioni di titoli di Stato, con un decremento dell'8,12 per cento rispetto ai 132.124 milioni del primo trimestre 2002.

Nel corso del trimestre sono stati emessi 65.798 milioni di BOT, con un incremento del 3,67 per cento rispetto al medesimo periodo dell'anno precedente. In particolare le emissioni lorde del titolo di durata annuale sono state pari a 20.000 milioni, contro i 32.048 milioni del

semestrale, 9.750 milioni del trimestrale e 4.000 milioni di BOT flessibili.

<i>Tabella 2: Emissioni lorde di titoli di Stato incluse le operazioni di concambio (milioni di euro)</i>					
	I° trimestre 2002	II° trimestre 2002	III° trimestre 2002	IV° trimestre 2002	I° trimestre 2003
BOT	63.471	55.800	50.335	39.155	65.798
CTZ	13.991	12.125	3.840	2.600	11.460
BTP	42.151	32.892	25.371	33.231	31.846
CCT	12.511	12.954	9.500	9.570	12.286
<b>TOTALE</b>	<b>132.124</b>	<b>113.771</b>	<b>89.046</b>	<b>84.556</b>	<b>121.390</b>

BOT

Le emissioni nette di BOT sono state pari a 18.713 milioni, di cui 10.713 relative al titolo semestrale; la notevole concentrazione su questa durata è in parte dovuta al fatto che – come accennato nella precedente relazione – il consueto favorevole andamento del fabbisogno di fine anno aveva consentito di posticipare al 2 gennaio 2003 la data di regolamento dell'asta di dicembre del BOT a 6 mesi.

CTZ

Le emissioni lorde di CTZ sono state pari a un valore nominale di 11.460 milioni, con un decremento del 18,09 per cento rispetto al primo trimestre 2002. Anche in questo comparto, per la presenza di abbondante liquidità sul conto disponibilità, l'asta programmata per il mese di dicembre è stata posticipata a fine mese e il suo regolamento fissato per il 2 gennaio 2003. Proprio in tale asta è stata offerta la prima tranne del nuovo titolo CTZ 02/01/2003-31/12/2004.

BTP

Sul comparto a medio-lungo termine, sono stati emessi 13.650 milioni di BTP triennali, 7.645 milioni di quinquennali, 6.950 milioni di decennali, 1.251 milioni di quindicennali e 2.350 di trentennali. In totale le emissioni di BTP sono state pari a 31.846 milioni, con un decremento del 24,45% rispetto ai 42.151 milioni del primo trimestre 2002.

La parte più a breve termine della curva dei BTP è stata caratterizzata da una domanda sostenuta, a cui il Tesoro ha risposto con emissioni nette positive per 3.613 milioni del titolo a 3 anni, beneficiando di un notevole calo dei rendimenti; dopo le ultime tranne del BTP 15/09/2002-15/09/2005 con cedola al 3,50%, è stato emesso il nuovo BTP 01/02/2003-01/02/2006 con cedola al 2,75%.

Anche per il BTP quinquennale è stata inaugurata una nuova emissione, con il titolo 15/01/2003-15/01/2008 che ha cedola fissata al

3,50%.

L'attività di emissione sulle scadenze a 10, 15 e 30 anni è stata invece caratterizzata dall'offerta di ulteriori tranches del titolo decennale 01/08/2002-01/02/2013 con cedola al 4,75%, del quindicennale 01/02/2002-01/08/2017 con cedola al 5,25% e del trentennale 01/02/2002-01/02/2033 con cedola al 5,75%. A differenza del BTP a 10 anni, offerto mensilmente, le aste dei BTP a 15 e 30 anni hanno assunto una cadenza a mesi alterni: a gennaio e marzo è stato emesso il titolo trentennale, a febbraio il quindicennale.

CCT

Infine sono stati emessi 12.286 milioni di euro di CCT, di cui 516 milioni relativi a crediti d'imposta, con un decremento dell'1,80% rispetto ai 12.511 milioni del primo trimestre 2002. Concluse le emissioni del titolo 01/10/2002-01/10/2009 – offerto anche nell'unica asta di concambio del trimestre in cui sono stati riacquistati 1.257 milioni di euro del BTP 15/04/1999-15/04/2004 con cedola al 3,25% – è stato inaugurato il nuovo CCT 01/02/2003-01/02/2010, per il quale la prima cedola semestrale risulta pari all'1,45%.

Il totale dei titoli emessi sul mercato interno nel comparto BTP-CCT è stato pari a 44.132 milioni, a fronte dei 54.662 milioni emessi nello stesso periodo dell'anno precedente.

#### Emissioni sui mercati esteri

Emissioni  
sull'estero

Sui mercati internazionali nel corso del primo trimestre del 2003, sono state effettuate complessivamente 5 emissioni in valute diverse dall'euro. In particolare tre emissioni di tipo Global e due nell'ambito del programma EMTN.

Per quanto riguarda il primo gruppo, si è generalmente perseguito l'obiettivo di ampliare la base degli investitori dei titoli della Repubblica mediante emissioni in dollari a tasso fisso di ammontare consistente e durate standard, che hanno riguardato la scadenza a 3 anni – con l'emissione effettuata a fine gennaio per tre miliardi – e quelle dei 10 e 30 anni, attraverso l'innovativa emissione simultanea a fine febbraio di due titoli da due miliardi ciascuno. Queste due emissioni sono state rivolte ad investitori istituzionali, come le società assicurative e i gestori di fondi pensione, che manifestavano interesse per prodotti d'investimento sulla

parte a lungo termine della curva, in cui si manifestava una carenza di offerta da parte degli altri emittenti.

Mediante il programma EMTN, al fine di trarre vantaggio dalle condizioni di mercato esistenti in quel momento per il franco svizzero e la sterlina inglese, sono state realizzate due emissioni nelle rispettive valute. La prima, a tasso fisso, è stata effettuata sempre a fine gennaio per un miliardo di franchi svizzeri, con durata di poco superiore ai 6 anni. La seconda, a tasso variabile, è stata lanciata all'inizio di marzo per seicento milioni di sterline a cinque anni.

Sul comparto a breve termine, l'attività di emissione sul mercato estero nell'ambito del programma Euro Commercial Paper ha registrato una notevole espansione. Il Tesoro, grazie al consistente ricorso a questo settore di mercato, può vantare un vero e proprio strumento di cash management nel novero di quelli a disposizione per la gestione del debito. Infatti, sono stati emessi circa 1.700 milioni in quattordici nuove operazioni, contratte sei in euro, due in franchi svizzeri e sei in dollari. La scadenza della carta commerciale, essendo compresa tra luglio e dicembre, ha sopportato alle necessità di raccolta a breve senza dover aspettare le date d'asta previste per l'omologo titolo emesso sul mercato domestico.

## EVOLUZIONE DEI RENDIMENTI

BCE: taglio  
tassi

Dopo la riduzione di 50 punti base, decretata dal Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea (BCE) a partire dal 6 dicembre 2002, il tasso minimo di offerta applicato alle operazioni di rifinanziamento principale ha subito un ulteriore taglio di 25 punti base nel primo trimestre 2003. In presenza di un'economia con livelli di crescita ancora inferiori al previsto, dal 7 marzo il tasso di riferimento per l'area dell'euro è stato fissato al 2,50%.

D'altra parte anche la politica della Federal Open Market Committee americana sembrava orientata ad un nuovo intervento sui tassi; tuttavia nelle due riunioni del 29 gennaio e del 18 marzo la decisione è stata quella di mantenere inalterato il rendimento dei federal funds, lasciandolo al livello di 1,25%. La FED, nell'ultima seduta, ha infatti scelto di non rilasciare un giudizio ufficiale sullo stato dell'economia.

Nel corso del 2002 gli investitori avevano fatto defluire fondi dal

mercato statunitense, con effetti significativi sui tassi d'interesse a lungo termine. Nel periodo compreso tra marzo 2002 e inizio marzo 2003 il dollaro ha registrato un deprezzamento del 21% nei confronti dell'euro e dell'11% rispetto allo yen. Nello stesso periodo il tasso d'interesse sui titoli decennali del Tesoro americano è sceso di 1,7 punti percentuali, al 3,6%.

A fine trimestre le incertezze derivanti dal conflitto in Iraq si sono avviate verso una veloce risoluzione, lasciando però inalterate le preoccupazioni circa un mancato miglioramento dello scenario economico nonostante la fine della guerra.

Tassi mercato  
a breve

I tassi di mercato monetario dell'area euro hanno proseguito la discesa iniziata nel corso del 2002, con una flessione più pronunciata per le scadenze più lunghe, riflettendo le aspettative per un ulteriore intervento espansivo da parte delle banche centrali nel prossimo futuro ed accentuando la lieve pendenza negativa che la curva già aveva assunto a fine 2002.

Tassi mercato  
a medio lungo

I rendimenti dei titoli di Stato sul tratto a medio termine della curva sono calati ulteriormente. I fattori alla base di questo andamento sono la tendenza dei flussi di portafoglio a migrare dal mercato azionario verso investimenti ritenuti più sicuri ed il generale peggioramento delle prospettive economiche a medio termine. Peraltra il calo dei rendimenti è stato meno rilevante per la parte a lungo termine, rivelando aspettative meno pessimistiche nel lungo periodo ed una dinamica dei prezzi sostanzialmente sotto controllo.

La stabilizzazione del tasso d'inflazione è stata favorita dal continuo apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro americano; tale andamento finirà per ridurre le pressioni derivanti dai prezzi dei beni importati compresi nel paniere ufficiale rilevato, soprattutto di quelli del settore energetico. Le aspettative delle famiglie e degli operatori mostrano una graduale riduzione del ritmo di crescita dei prezzi nel 2003. Secondo gli operatori professionali, in un contesto di crescita economica ancora debole e con un tasso di cambio dell'euro sui livelli attuali, l'inflazione dell'area dell'euro potrebbe scendere sotto la soglia del 2% nell'anno in corso.

La politica di emissione del Tesoro italiano ha beneficiato dell'effetto dovuto al restringimento del differenziale di rendimento delle

proprie emissioni rispetto ai titoli benchmark tedeschi. In uno scenario di discesa prolungata dei tassi, tale tendenza è stata determinata dalla ricerca di maggior rendimento da parte degli investitori e da una situazione relativamente migliore della finanza pubblica italiana rispetto a quella del paese europeo di riferimento, che ha portato lo spread BTP-Bund ai minimi storici.

Sulla scadenza a tre e cinque anni il differenziale è sceso di ulteriori 10 punti base circa (p.b.) nel corso del trimestre. Il titolo decennale registra a fine trimestre un rendimento superiore di soli 19 punti base rispetto all'omologo titolo tedesco, rispetto ad un differenziale di 25 p.b. di marzo 2002 e ad un livello di oltre 40 p.b. dello stesso periodo del 2001.

Il Tesoro si è, inoltre, avvantaggiato della diminuzione del differenziale di rendimento dei titoli di Stato rispetto alla curva swap, da cui emerge un considerevole risparmio del costo relativo della provvista specialmente per il titolo a cinque e a trenta anni. Su quest'ultimo, infatti, le emissioni nette positive collocate nel corso del trimestre riflettono la politica del Tesoro volta ad assicurare un tasso fisso di raccolta a lungo termine ai minimi storici.