

APPENDICE B : LA GESTIONE DI TESORERIA

La gestione di tesoreria ha esposto un disavanzo di 32.944 miliardi a fronte di un saldo positivo di 20.044 miliardi registrato nell'analogo periodo del 1998. Il peggioramento è essenzialmente da attribuirsi alle altre partite il cui saldo ha registrato un incremento negativo di oltre 35.000 miliardi.

A) La *Cassa Depositi e Prestiti* ha esposto un disavanzo di 585 miliardi a fronte di un avanzo di 5.526 miliardi nel primo semestre 1998. Nel 1999 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 6.163 miliardi, superiore a quello del 1998 (5.749 miliardi).

Il lieve peggioramento è da attribuire soprattutto ai mutui ed anticipazione a favore delle Poste e di altri complessivamente superiori di circa 1.700 miliardi a quelli dell'analogo periodo dello scorso anno.

Tale peggioramento è stato in parte compensato da minori trasferimenti correnti a favore delle Poste per circa 1.100 miliardi.

Si segnala che la voce trasferimenti ad altri enti s.p.a. comprende operazioni in passato eseguite dall'ex Agenzia per il

Mezzogiorno, che nel primo semestre 1999 sono state pari a 32 miliardi a fronte dei 37 miliardi registrati nell'analogo periodo del 1998.

B) Le operazioni dell'INPS nel settore previdenziale hanno determinato un impatto negativo per 3.892 miliardi contro un saldo positivo di 1.786 miliardi riscontrato nel primo semestre del 1998.

L'apporto dal bilancio dello Stato nei due periodi considerati è aumentato di oltre 700 miliardi, mentre si è avuto un decremento di oltre 9.000 miliardi dei versamenti al Tesoro a valere sui contributi utilizzabili per la copertura della spesa pensionistica.

Le erogazioni per pensioni nell'area postale, nei due periodi considerati, sono diminuite di oltre 3.000 miliardi.

L'onere complessivo per il settore statale per la gestione pensionistica dell'INPS è passato da 36.914 miliardi a 43.340 miliardi.

C) Le operazioni delle Regioni hanno determinato un riflesso negativo sulla tesoreria per 2.453 miliardi a fronte di un impatto positivo di 1.413 miliardi del primo semestre 1998.

Il peggioramento è derivato da una diminuzione degli incassi per oltre 3.000 miliardi.

Si segnala che nella voce *altri introiti* sono comprese le quote dell'accisa sulla benzina devolute alle Regioni ex lege n. 549/95 (pari a 2.528 miliardi nel 1998 e a 506 miliardi nel 1999).

Dal lato dei pagamenti si evidenzia che i prelievi per la spesa sanitaria di parte corrente hanno registrato un

incremento del 7,6% mentre gli altri prelievi sono diminuiti del 12,7%.

D) Per quanto concerne gli interessi sui B.O.T. l'impatto sulla gestione di Tesoreria ha registrato nel primo semestre 1999 un saldo positivo di 2.051 miliardi, dovuto a pagamenti per 3.767 miliardi contro l'imputazione di 5.818 miliardi.

Nel primo semestre 1998 si era avuto un saldo positivo di 2.647 miliardi, dovuto a pagamenti per 6.714 miliardi ed imputazioni per 9.361 miliardi.

La diminuzione dei pagamenti per 2.947 miliardi e delle imputazioni per 3.543 miliardi è dovuta alla diminuzione degli sconti rispetto al valore del rimborso ed al minor volume dei titoli emessi nel primo semestre 1999.

Al riguardo si segnala che in tale periodo l'importo dei BOT emessi è stato inferiore all'importo in scadenza per 5.363 miliardi, mentre nel primo semestre 1998 si sono registrate emissioni nette negative per 19.250 miliardi.

Gli sconti medi ed i rendimenti medi al lordo e al netto della ritenuta fiscale, nel primo semestre 1999, hanno registrato una diminuzione di circa due punti e tre quarti per i titoli trimestrali, di circa due punti e mezzo per quelli semestrali e di circa due punti per gli annuali, come si evince dalla tabella che segue:

	1998		1999	
	tasso medio	rend. lordo medio	tasso medio	Rend. lordo medio
TRIMESTRALI	5,30	5,55%	2,81	2,83%
SEMESTRALI.	4,95	5,20%	2,79	2,80%
ANNUALI.	4,51	4,87%	2,85	2,89%

Va inoltre sottolineato che nel corso del secondo trimestre del 1999, si è verificata una riduzione dei rendimenti dei B.O.T. trimestrali di circa un quarto di punto, mentre per i titoli semestrali ed annuali la riduzione è stata di 17 centesimi.

Infine per quanto riguarda le scadenze, nel primo semestre del 1999 rispetto all'analogo periodo del 1998, si è registrato un aumento dell'incidenza, sul totale emesso, dei titoli annuali e trimestrali passati rispettivamente dal 39,7% al 41,8% e dal 24% al 25,7% ed una corrispondente diminuzione dei titoli semestrali passati dal 36,3% al 32,5%.

E) Il complesso delle altre operazioni di tesoreria ha fatto registrare un saldo negativo di 28.065 miliardi a fronte di un avanzo di 8.672 miliardi relativo al primo semestre 1998.

Il peggioramento è dovuto essenzialmente ad una diminuzione degli incassi tributari, quale conseguenza della riforma fiscale di introduzione dell'IRAP.

La diminuzione delle erogazioni per circa 6.200 miliardi è da attribuirsi in massima parte a minori trasferimenti correnti alle imprese. Si ricorda che tale voce comprende le erogazioni alle Ferrovie dello Stato, le quali nel primo semestre 1999 risultano inferiori a quelle registrate nell'analogo periodo del 1998 in relazione a maggiori apporti effettuati nell'anno in corso dal bilancio dello Stato, come conferimenti al capitale della società.

Si evidenzia, altresì, un minore riflesso dei rimborsi IVA per oltre 6.000 miliardi in relazione al mutato regime di contabilizzazione degli stessi.

Tabella 1 B - TESORERIA: OPERAZIONI DELLA GESTIONE (in miliardi di lire)									
Periodo Gennaio - Giugno									
	1997			1998			1999		
	Incassi	Pagamenti	Saldi	Incassi	Pagamenti	Saldi	Incassi	Pagamenti	Saldi
CASSA D.P.	14.465	14.771	-306	20.422	14.896	5.526	14.248	14.833	-585
NPS	12.438	39.508	-27.070	40.008	38.222	1.786	31.142	35.034	-3.892
REGIONI	31.628	62.631	-31.003	71.608	70.195	1.413	68.581	71.034	-2.453
INTERESSI B.O.T	14.835	10.422	4.413	9.361	6.714	2.647	5.818	3.767	2.051
ALTRE PARTITE			-29.564			8.672			-28.065
TOTALE			-83.530			20.044			-32.944

Tabella. 2/B - CASSA DEPOSITI E PRESTITI: Conto consolidato di cassa (in miliardi di lire)

	Periodo Gennaio - Giugno				Periodo Gennaio - Giugno		
	1997	1998	1999		1997	1998	1999
INCASSI CORRENTI	8.115	13.352	6.938	PAGAMENTI CORRENTI	7.993	8.337	6.652
INTERESSI:	3.676	9.240	2.961	PERSONALE	15	14	15
dallo Stato	604	6.523	652	ACQUISTO B.E SERVIZI	18	24	19
da Poste	13	271	271	TRASFERIMENTI:	210	2.976	1.097
da Regioni	78	60	111	allo Stato	6	1.752	1.007
da Altri	2.981	2.386	1.927	alle Poste	192	1.221	90
TRASFERIMENTI:	4.331	4.109	3.977	ad Altri enti s.p.a	12	3	
dallo Stato	4.331	4.109	3.977	ad Altri enti ester			
da Altri				a Famiglie			
ALTRI	108	3		INTERESSI	6.872	4.098	4.495
INCASSI CAPITALE	2.147	4.009	3.347	ALTRI PAG..CORRENTI	878	1225	1.026
TRASFERIMENTI:	1.880	4.006	3.337	PAGAMENTI CAPITALE	1.348	2.280	1.606
da Stato	1.414	3.494	2.976	COSTITUZ. CAP. FISSI			
da Ag. Mezzogiorno				TRASFERIMENTI:	1.348	2.272	1.567
da Altri enti s.p.a	466	512	361	a Regioni	440	780	299
da Altri				a Comuni e province	42	125	80
ALTRI	267	3	10	ad Altri enti s.p.a (1)	846	1.361	1.182
PARTITE FINANZIAR.	4.203	3.061	3.963	ad Altri enti			
RISCOSSIONE CREDITI:	1.704	1.698	2.170	a Imprese (2)	20	6	6
da Stato				ALTRI		8	39
da Poste	20	408	910	PARTITE FINANZIAR.	5.430	4.279	6.575
da Regioni	19	15	28	PARTECIPAZIONI E CON	305	0	0
da Comuni e prov.	1.032	890	1.140	a i.c.s.	305		
da Altri enti s.p.a				MUTUI E ANTICIPAZ.:	5.125	4.279	6.575
da Altri	633	385	92	Alle Poste			500
ALTRE	2.499	1.363	1.793	a Regioni - usi	469		
TOTALE INCASSI	14.465	20.422	14.248	a Regioni- altri	167	394	860
1.Avanzo(-)Disav.(+)				a Comuni e province	4.235	3.628	3.693
Corrente	-122	-5.015	-286	ad Altri	254	257	1.522
2.Avanzo(-)Disav.(+)				ALTRE			262
C/Capitale	-799	-1.729	-1.741	TOTALE PAGAMENTI	14.771	14.896	14.833
3.Avanzo(-)Disav.(+)							
(1+2)	-921	-6.744	-2.027				
4.Acquisiz.Netta At-							
Tivita Finanz	1.227	1.218	2.612				
5.Fabbisogno(+)Dispo-							
nibilità (3+4)	306	-5.526	585				

(1) Di cui md. 255 nel 1997, md. 37 nel 1998 e md. 32 nel 1999 pagati per operazioni dell'ex Agenzia per il Mezzogiorno

(2) Pagati per operazioni dell'ex Agenzia per il Mezzogiorno.

Tabella. 3 B - TESORERIA: Analisi delle operazioni dell'INPS (in miliardi di lire)			
	Periodo Gennaio - Giugno		
	1997	1998	1999
PAGAMENTI PENSIONI AREA POSTALE	-39.508	-38.222	-35.034
VERSAMENTI INPS AL TESORO	8.301	1.308	-8.306
APPORTI DAL BILANCIO DELLO STATO E DA CONTI DI TESORERIA	4.137	38.700	39.448
IMPATTO SU TESORERIA	-27.070	1.786	-3.892

Tabella. 4 B - TESORERIA : Analisi delle operazioni delle Regioni e delle USL (in miliardi di lire)			
	Periodo Gennaio - Giugno		
	1997	1998	1999
INTROITI CORRENTI PER F.S.N.:	21.961	39.917	43.601
da Bilancio Stato	14	29.748	42.686
da altri	21.947	10.169	915
IRAP e addizionale IRPEF		13.972	11.674
INTROITI PER ALTRI TRASFERIMENTI CORR.			
da Bilancio Stato	1.342	5.157	4.346
INTROITI IN C/ CAPIT.			
da Bilancio Stato:	108	1.077	1.481
INTROITI DI TESORERIA(1):	3.753	4.897	3.799
da Cassa DP.(1)	1.076	1.173	1.159
da Altre operazioni	2.677	3.724	2.640
ALTRI INTROITI (2) (3)	4.464	6.588	3.680
TOTALE INTROITI	31.628	71.608	68.581
F.S.N. - CORRENTE	-47.533	-48.024	-51.696
ALTRI PRELIEVI	-15.098	-22.171	-19.338
TOTALE PRELIEVI	-62.631	-70.195	-71.034
RIFLESSI SU TESORERIA	-31.003	1.413	-2.453

(1) Di cui md.469 nel 1997 a titolo di ripiano dei disavanzi pregressi delle USL.

(2) Di cui md. 336 nel 1997 concessi dagli Istituti di credito alle USL per il ripiano dei disavanzi pregressi.

(3) Di cui md.3.566 nel 1997, md. 2.528 nel 1998 e md.506 nel 1999 a titolo di devoluzione di quote erariali dell'accisa sulla benzina (L.549/95)

Tabella. 5 B - TESORERIA: Analisi degli interessi B.O.T. (in miliardi di lire)			
	Periodo Gennaio - Giugno		
	1997	1998	1999
INTERESSI A CARICO TESORERIA PER TESORERIA PER EMISSIONE BOT	-10.422	-6.714	-3.767
IMPUTAZIONI AL BILANCIO INTERESSI PER BOT IN SCADENZA	14.835	9.361	5.818
RIFLESSI SU TESORERIA	4.413	2.647	2.051

Tabella 6 B - TESORERIA: Analisi delle altre operazioni (in miliardi di lire)			
	Periodo Gennaio - Giugno		
	1997	1998	1999
INTROITI			
TRIBUTARI	11.135	34.147	-6.575
CONTRIBUTI SOCIALI(1)	1.652	1.139	910
TRASFERIMENTI CORR.:	5.291	5.173	4.179
DA ENTI PREVIDENZA	215	222	229
DA ALTRI	5.076	4.951	3.950
ALTRI INCASSI	3.009	2.730	1.676
TOTALE INTROITI	21.087	43.189	190
EROGAZIONI			
PERSONALE	1.848	1.352	550
TRASFERIMENTI CORR.:	36.530	31.882	24.530
A COMUNI E PROVINCE	7.580	11.428	6.587
A ENTI PREVIDENZ.	5.185	4.259	1.594
A IMPRESE (2)	12.030	8.932	5.402
A FAMIGLIE	6.786	5.320	-1.022
AD ALTRI	4.949	1.943	-900
REGOLAZIONI CONTABILI CON REGIONI A S. S.			12.869
INTERESSI	1.666	-457	4.339
POSTE CORR.-RIMB.IVA	11.135	6.727	347
ALTRI PAGAM.CORRENTI	-7.729	-7.985	-1.990
TRASFERIMENTI IN C/CAPITALE	6.338	3.438	1.438
PARTECIPAZIONI			
MUTUI E ANTICIPAZ.	507	835	749
ALTRI PAGAM.CAPITALE	356	-1.275	-1.708
TOTALE EROGAZIONI	50.651	34.517	28.255
SALDO	-29.564	8.672	-28.065

(1) Contributi per pensioni F.S.

(2) Di cui md. 6.307 nel 1997, md. 3.593 nel 1998 e md.424 nel 1999 a favore delle F.S al lordo dei contributi pensione

Tabella 7 B - FABBISOGNO DELLE GESTIONI DI BILANCIO E TESORERIA (in miliardi di lire)

	Periodo Gennaio - Giugno		
	1997	1998	1999
A-BILANCIO DELLO STATO	58.298	-68.178	-34.353
B-GESTIONE TESORERIA	-83.530	20.044	-32.944
CASSA D.P.	-306	5.526	-585
ALTRE OPER.TESORERIA	-83.224	14.518	-32.359
FABBISOGNO (A + B)	-25.232	-48.134	-67.297

PAGINA BIANCA

APPENDICE C: IL DEBITO DEL SETTORE STATALE

La gestione del debito

Scadenze ed emissioni

Il valore complessivo dei titoli in scadenza nel secondo trimestre del 1999 è risultato quantitativamente paragonabile a quello registrato nel corrispondente periodo dell'anno scorso: rispettivamente 95.420 milioni di euro (pari a 184.759 miliardi di lire) contro 95.078 milioni di euro (184.097 miliardi di lire). Tuttavia, la composizione per strumenti evidenzia che, nel periodo aprile-giugno dell'anno in corso, il comparto a medio-lungo termine ha registrato un volume di rimborsi superiore rispetto al primo trimestre 1998 (44.194 milioni di euro contro 40.334), mentre il fenomeno inverso si è verificato per quanto riguarda il breve termine (v. grafici delle scadenze). Ciò risulta particolarmente significativo, se si tiene anche conto del fatto che nel 1998 i titoli del Tesoro a breve erano rappresentati esclusivamente dai BOT, mentre dal gennaio di quest'anno ad essi è stato affiancato il nuovo strumento delle *commercial papers* emesse sul mercato internazionale senza una particolare durata standard, che sono

venute a scadenza nel trimestre in esame per 299 milioni di euro.

Per quel che concerne la distribuzione temporale all'interno del periodo considerato e la ripartizione fra i diversi strumenti si può osservare:

il maggior livello dei BOT trimestrali in scadenza nell'aprile del 1999, dovuto all'emissione positiva di gennaio, effettuata per coprire momentanee esigenze di cassa;

- il ridimensionamento del titolo semestrale, originato dal sensibile contenimento del quantitativo emesso a fine dicembre 1998;

- il differente profilo delle scadenze del medio-lungo termine, che evidenzia il profilo decrescente del volume dei rimborsi all'interno del secondo trimestre di quest'anno.

L'attività di emissione del trimestre ha continuato a beneficiare fino all'inizio di maggio del positivo clima di mercato, che ha favorito il collocamento di notevoli quantitativi di titoli, mantenendo un livello della domanda largamente superiore all'offerta e con rendimenti ancora in calo.

Successivamente, il consolidarsi di aspettative meno favorevoli circa la crescita economica nell'Area Euro - a fronte della dinamica sostenuta dell'economia statunitense - ha cominciato a produrre un'inversione di tendenza, con attese di rialzo dei tassi che hanno reso meno attraente per il mercato l'investimento in titoli a lungo termine.

Ciò nonostante, dato che il maggior volume delle scadenze - e conseguentemente anche quello delle emissioni lorde - si è concentrato tra aprile e la prima metà di maggio, è stato

possibile continuare a privilegiare, senza difficoltà, i titoli a medio-lungo termine e a tasso fisso, mentre si sono effettuate emissioni nette negative sui BOT per 2.677 milioni di euro e di CCT per 9.520 milioni di euro, con gli effetti sulla struttura dello stock evidenziati nel paragrafo sulla composizione del debito. Naturalmente, ciò ha influito anche sulla vita residua, che nel trimestre si è accresciuta di 1,3 mesi (v. tabella e grafico) e sulla durata finanziaria, giunta a fine periodo a 3,4 anni, contro i 3,2 di fine 1998.

Per quanto riguarda i titoli di nuova emissione nel trimestre, sul mercato interno vi è soprattutto da segnalare l'apertura del nuovo BTP decennale 1° maggio 1999 - 1° novembre 2009, offerto per la prima volta nell'asta regolata il 1° giugno, il cui tasso nominale annuo è stato portato al 4,25%, dal 4,5% dell'emissione precedente per allinearlo alle condizioni del mercato del momento. Il decennale 1° novembre 1998 - 1° maggio 2009 è stato infatti chiuso con l'asta regolata a inizio maggio, dopo aver raggiunto un flottante di 23.088 milioni di euro (44.588 miliardi di lire), che lo ha reso particolarmente liquido, anche in rapporto alle corrispondenti emissioni tedesche e francesi.

L'attività sul mercato estero, oltre che al proseguimento del programma di *commercial papers*, è stata contrassegnata dall'emissione di tre nuovi titoli a lungo termine in euro, di cui il primo, collocato il 6 maggio, è un decennale richiamabile dopo tre anni da parte del Tesoro, mentre gli altri due, un ventennale e un trentennale regolati rispettivamente il 13 maggio e il 28 giugno, sono caratterizzati da una struttura particolarmente innovativa. Si

tratta infatti dei cosiddetti CMS (*constant maturity swap*), titoli a cedola trimestrale variabile, indicizzata al tasso swap a 30 anni, con *spread* sensibilmente negativi.

Le condizioni di collocamento di questi titoli sono state particolarmente vantaggiose per il Tesoro che, raggiungendo con questi strumenti nuove nicchie di mercato, è riuscito a finanziarsi, mediamente, a circa 15 punti base in meno rispetto al costo della provvista sull'interno con strumenti di pari durata.

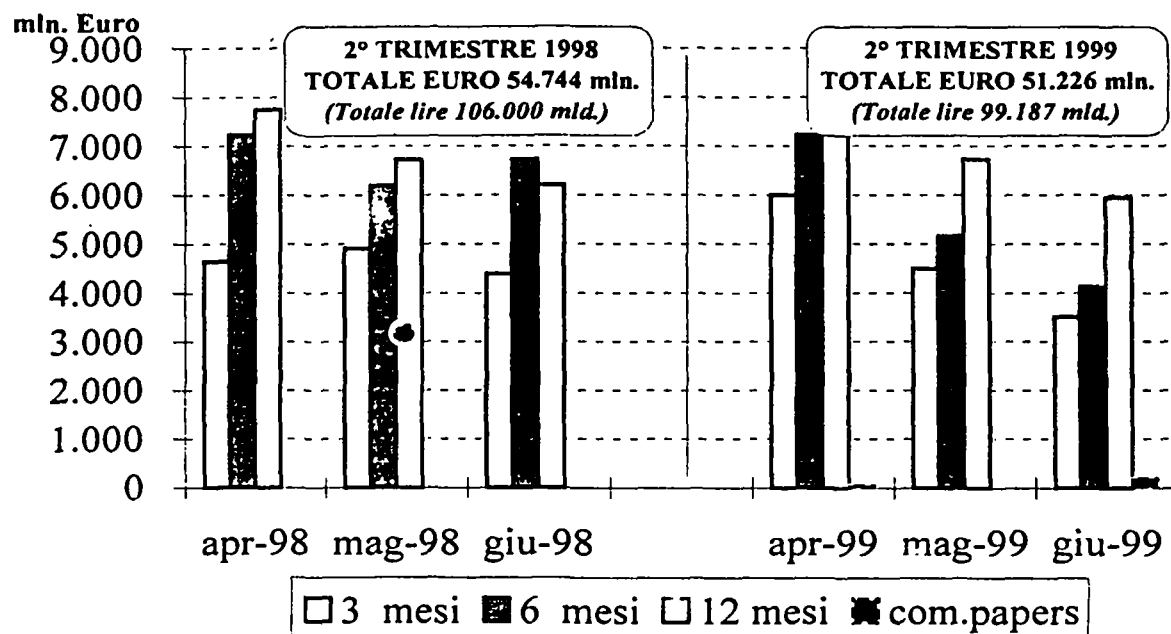
Infine, una novità è stata introdotta anche sul calendario delle emissioni: già nel programma di emissione relativo al secondo trimestre 1999, divulgato, come sempre, alla fine del trimestre precedente, è stato disposto che, a partire dal mese di giugno, il CTZ a 18 mesi sarebbe stato offerto solo a fine mese, mentre, a decorrere dal luglio successivo, anche lo zero-coupon a 24 mesi sarebbe stato proposto una sola volta al mese, a metà mese. Si è in tal modo alleggerita la pressione sugli operatori, sfruttando le minori esigenze di finanziamento del Tesoro dopo la prima ondata di introiti dell'autotassazione e in vista del minor carico di scadenze che contraddistingue il secondo semestre dell'anno.

Evoluzione dei rendimenti

Come sopra accennato, l'andamento dei rendimenti di mercato è stato caratterizzato da un'inversione di tendenza nel corso del trimestre, che ha portato all'interruzione del ciclo virtuoso a partire dalla seconda decade di maggio, in cui i tassi hanno cominciato a risalire in tutta l'Unione Economica e Monetaria.

La sensitività dei diversi strumenti non è stata tuttavia uniforme: il comparto a breve ne ha risentito in misura minima (se non addirittura trascurabile, come nel caso dei rendimenti all'emissione dei BOT trimestrali), anche a causa dell'influenza esercitata dalla decisione, presa in aprile dalla Banca Centrale Europea, di abbassare il tasso di rifinanziamento per le operazioni principali dal 3% al 2,50%. Per i titoli a medio termine, comunque, il livello di fine giugno è risultato pressoché identico a quello di fine marzo (v. tabella sui rendimenti), mentre per il tratto a più lungo termine si è assistito ad un aumento più marcato, che si è riflesso sulla struttura della curva dei rendimenti, divenuta sensibilmente più ripida (v. grafico relativo alla situazione sul mercato secondario di fine giugno).

Tuttavia, i grafici che riportano il confronto con il corrispondente periodo dell'anno scorso pongono in evidenza come, in termini assoluti, i tassi siano rimasti nettamente inferiori rispetto a quelli di un anno prima, in una misura che va da un minimo di pochi centesimi per il titolo trentennale ad un massimo di quasi tre punti percentuali sul BOT trimestrale, con una certa uniformità di comportamento per il medio termine (CTZ e BTP a 3 e 5 anni), quantificabile intorno ai 130 punti base.

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