



Dipartimento  
del Tesoro

III Trimestre

2022

# Programma Trimestrale di Emissione

*Aggiornamenti sull'attività di emissione del debito  
pubblico, il quadro macroeconomico e di finanza  
pubblica - Giugno 2022*



# INDICE

<b>1</b>	<b>PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE III TRIMESTRE 2022</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>AGGIORNAMENTO SU ATTIVITÀ DI EMISSIONE DEL DEBITO NEL 2022</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>QUADRO MACROECONOMICO</b>	<b>5</b>
<b>4</b>	<b>FINANZA PUBBLICA</b>	<b>8</b>

# 1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE III TRIMESTRE 2022

## NUOVI TITOLI IN EMISSIONE

**BTP 5 anni scadenza 01/12/2027 Ammontare minimo dell'intera emissione: 10 miliardi di Euro**

L'ammontare minimo si riferisce al valore che il circolante del titolo dovrà necessariamente raggiungere prima di essere sostituito da una nuova emissione sulla stessa scadenza.

Durante il terzo trimestre, potranno altresì essere emessi ulteriori nuovi titoli sulla base delle condizioni dei mercati finanziari.

## RIAPERTURE DI TITOLI IN CIRCOLAZIONE

Sempre nel terzo trimestre del 2022 potranno inoltre essere offerte ulteriori *tranche* dei seguenti titoli in corso di emissione:

BTP Short	29/06/2022 – 30/05/2024	cedola 1,75%
BTP	19/04/2022 – 15/08/2025	cedola 1,20%
BTP	16/05/2022 – 15/06/2029	cedola 2,80%
BTP	03/05/2022 – 01/12/2032	cedola 2,50%

Inoltre, in relazione alle condizioni di mercato, il MEF si riserva la facoltà di offrire ulteriori *tranche* di titoli nominali in corso di emissione con scadenza superiore ai 10 anni, CCTeu e indicizzati all'inflazione anche al fine di tenere conto di eventuali dislocazioni sul mercato secondario di detti titoli.

Infine, il MEF potrà offrire ulteriori *tranche* di titoli a medio e lungo termine, nominali - a tasso fisso e variabile (CCTeu) - e indicizzati all'inflazione, non più in corso di emissione, per assicurare l'efficienza del mercato secondario.

Per tutte le aste di titoli a medio e lungo termine, nominali - a tasso fisso e variabile (CCTeu) - e indicizzati all'inflazione (BTP€i), il Tesoro utilizzerà la procedura d'asta marginale con determinazione discrezionale del prezzo di aggiudicazione e della quantità emessa.

## 2. AGGIORNAMENTO SU ATTIVITÀ DI EMISSIONE DEL DEBITO NEL 2022

Nel 2022, fino al 31 maggio, il MEF ha effettuato emissioni di titoli di Stato a medio-lungo termine per un importo nominale complessivo pari a circa 123,5 miliardi di euro<sup>1</sup>. Inoltre, durante lo stesso periodo, il MEF ha ricevuto la prima tranche del prestito NGEU pari a 11 miliardi di euro.

L'attività di *funding*, oltre a rifinanziare titoli di Stato a medio-lungo termine in scadenza per un importo complessivo pari a circa 90 mld, ha finanziato il Fabbisogno del Settore Statale pari a circa 36 miliardi.

Per il resto dell'anno, l'attività di *funding* dovrà tener conto della scadenza di titoli di Stato a medio-lungo termine per un importo complessivo pari a circa 145 mld, ai quali va aggiunta la quota di Fabbisogno del Settore Statale dei prossimi mesi.

Tenuto conto dell'incasso della seconda tranche di NGEU attesa per i prossimi mesi e dell'uso delle disponibilità di cassa attualmente in eccesso rispetto agli obiettivi di saldo a fine anno, per la restante parte dell'anno, dal 1° giugno al 31 dicembre, si stimano pertanto emissioni lorde di titoli a medio-lungo termine pari a circa 150 miliardi. Considerate le scadenze, questo implica una stima di emissioni nette per lo stesso periodo pari a circa 5 miliardi di euro.

Al 31 maggio 2022 quindi lo stato di avanzamento del programma di emissione per l'anno in corso si è attestato al 46%.

La vita media del debito al 31 maggio è stata 7,10 (anni) in riduzione di 0,01 rispetto al 31 dicembre 2021.

Il costo medio all'emissione al 31 maggio è stato pari allo 0,71% (contro lo 0,10% del 2021).

---

<sup>1</sup> Al netto delle emissioni effettuate per alimentare il portafoglio titoli del MEF destinati all'operatività in Pronti contro Termine nonché delle emissioni di titoli assegnati a CDP come corrispettivo per il trasferimento della partecipazione di SACE.

### **3. QUADRO MACROECONOMICO**

*A dispetto di un contesto economico e geopolitico estremamente sfidante, l'economia italiana ha ripreso slancio dopo una partenza lenta a gennaio. Il robusto incremento del PIL previsto per il secondo trimestre dovrebbe portare la crescita acquisita al T2 in linea, se non al disopra della previsione media annua del DEF (3,1%). La seconda metà dell'anno si presenta più sfidante, anche per via della salita dei tassi di interesse e dello spread, ma la crescita trimestrale del PIL dovrebbe rimanere lievemente positiva. L'inflazione è prevista decelerare nella seconda metà dell'anno pur restando elevata in confronto agli anni scorsi e vulnerabile a nuove impennate dei prezzi energetici.*

Nei primi mesi dell'anno, mentre si superava gradualmente la fase di ripresa dei contagi della quarta ondata della pandemia, il quadro macroeconomico internazionale si è deteriorato. Le tensioni inflazionistiche già in corso, inizialmente indotte dal rialzo del prezzo del gas naturale e delle altre fonti fossili di energia, oltretutto dalle scarsità di materiali e dalle interruzioni sulle catene globali del valore, sono state amplificate a partire da fine febbraio con l'inizio della guerra in Ucraina.

In questo contesto il PIL Italiano, dopo una crescita del 6,6% nel 2021, nel primo trimestre del 2022 è aumentato rispetto al trimestre precedente dello 0,13% (la stima flash era -0,2% t/t) e del 6,2% nei confronti del primo trimestre del 2021, tornando a collocarsi poco al di sopra del livello precrisi (T4 2019). L'incremento nel primo trimestre è stato trainato principalmente dagli investimenti fissi lordi (3,9% t/t e 12,9% a/a) e dal buon andamento delle esportazioni (3,5% t/t e 12,9% a/a), anche se le restrizioni a viaggi e mobilità hanno pesato sul turismo e, in generale, sulle esportazioni di servizi, il cui livello è ancora inferiore di 8,8 punti percentuali rispetto al livello pre-pandemia. In ragione del marcato incremento delle importazioni (4,3% t/t), il contributo della domanda estera netta è stato lievemente negativo. I consumi delle famiglie hanno registrato un calo dello 0,6% t/t, principalmente dovuto alla riduzione dei consumi di servizi (-2,0% t/t), la cui dinamica è stata frenata dall'ondata di contagi da Covid-19 che ha investito il paese all'inizio dell'anno.

Le informazioni congiunturali più recenti consentono di delineare un quadro positivo per il secondo trimestre dell'anno. La produzione industriale, dopo il brusco rallentamento di gennaio, ad aprile è cresciuta dell'1,6%, registrando la terza variazione congiunturale positiva consecutiva. Anche la produzione delle costruzioni ha mostrato una crescita molto robusta e nonostante il rallentamento di aprile si trova sui livelli più elevati dell'ultimo decennio.

Il clima di fiducia delle imprese italiane, dopo essere sceso in marzo e aprile, è risalito in maggio e giugno. In quest'ultimo mese esso è risultato in miglioramento in tutti i principali settori dell'economia. Più cauti, invece, i consumatori, fra cui peggiorano le percezioni del clima economico personale e dell'andamento dell'inflazione.

Come confermato dalla netta salita della fiducia delle imprese dei servizi, un fattore chiave per l'accelerazione della crescita nel secondo trimestre è la ripresa del settore dei servizi e dei flussi turistici, favoriti dalla quasi completa eliminazione delle misure restrittive anti-Covid. In base allo *Stringency Index* le restrizioni dovute al contrasto della diffusione del Covid-19 risultano in giugno al minimo dall'inizio alla pandemia. Poiché nel primo trimestre i servizi erano ancora al di sotto dei livelli precrisi, il recupero di tale divario nel corso di quest'anno contribuirebbe complessivamente per oltre un punto alla crescita del Pil.

La crescita acquisita del PIL per il 2022, pari al 2,6%, congiuntamente alle prospettive di un'accelerazione nel secondo trimestre rendono ancora plausibile raggiungere se non superare la previsione di crescita del DEF per l'anno in corso, pari al 3,1%. Ciò sebbene la recente correzione nei mercati finanziari e l'allargamento dello spread potrebbero avere effetti negativi sulla fiducia di famiglie e imprese nei prossimi mesi, nonché sulla spesa per beni durevoli attraverso l'effetto ricchezza nella seconda parte dell'anno.

Tuttavia, il protrarsi del conflitto in Ucraina ha mantenuto i prezzi dell'energia a livelli elevati e a metà giugno la riduzione delle forniture da parte di Gazprom ai Paesi UE stanno determinando in questi giorni una nuova, forte impennata delle quotazioni del gas.

L'Italia sta attuando una strategia di diversificazione dal gas russo. Nei primi quattro mesi dell'anno le importazioni dal gasdotto del Tarvisio (provenienti dalla Russia) sono scese del 28% rispetto allo stesso periodo del 2021, mentre aumentavano quelle dal TAP e dall'Algeria e l'import di GNL per gli impianti di rigassificazione.

Più di recente, all'impulso inflazionistico derivante dal comparto energetico si è aggiunto l'aumento dei prezzi delle materie prime alimentari causato dalla guerra in Ucraina. La diffusione dell'inflazione ad altri comparti merceologici ha determinato una crescita anche dell'inflazione di fondo (al netto degli energetici e degli alimentari freschi) che in maggio ha raggiunto il 3,2% a/a. In tale contesto, la crescita salariale è rimasta moderata (0,2% t/t e 1,7% a/a nel primo trimestre).

In prospettiva, è lecito immaginare che se si confermerà la tendenza alla stabilizzazione o al ribasso dei prezzi dell'energia, l'inflazione complessiva rallenterà nella seconda metà dell'anno. D'altro canto, la componente di fondo potrebbe rimanere relativamente elevata anche perché è prevedibile che la crescita salariale cominci ad accelerare. Infatti, l'Istat ha pubblicato una previsione di inflazione al netto degli energetici importati del 4,7% per il 2022, che sarà il riferimento di partenza per aggiustamenti previsti dai contratti salariali vigenti o da quelli in via di definizione.

Il Governo, già dallo scorso anno, ha risposto al repentino aumento dei prezzi dei prodotti energetici con misure di contenimento dei costi di gas ed energia elettrica per gli utenti. Parte dei provvedimenti ha contribuito in via diretta a contenere la dinamica dei prezzi.

L'impennata dei prezzi energetici si è riflessa nel peggioramento della bilancia commerciale e di quella delle partite correnti. Dopo anni di elevati surplus, negli ultimi mesi la bilancia delle partite correnti è invece passata in deficit sebbene la performance delle esportazioni sia rimasta molto buona, così come quella della bilancia non energetica. Nel 2021 l'Italia ha per la prima volta superato la Francia come valore delle esportazioni di merci (oltre 500 miliardi), diventando il terzo Paese esportatore dell'UE dopo Germania e Olanda.

Passando al mercato del lavoro, la progressiva ripresa dell'attività si è accompagnata, nel primo trimestre, ad un aumento delle ore lavorate per occupato, che hanno superato i livelli precrisi. Il tasso di posti vacanti per il totale dell'economia, in crescita dal primo trimestre del 2020, ha registrato la prima flessione congiunturale, passando all'1,9% (dal 2,1% del quarto trimestre 2021). In aprile la crescita dell'occupazione ha subito una battuta d'arresto, ma la tendenza recente dell'occupazione è nettamente positiva. Il numero di occupati è tornato intorno ai livelli di inizio 2020 e il tasso di disoccupazione è sceso ad un livello (8,4%) che non si era registrato da oltre dieci anni.



## 4. FINANZA PUBBLICA

*I risultati di finanza pubblica conseguiti nei primi cinque mesi del 2022 sono altamente positivi. Il fabbisogno di cassa del settore statale è sceso a circa 36 miliardi, da 69 miliardi nel corrispondente periodo dell'anno scorso. Il dimezzamento del fabbisogno è dovuto soprattutto alla crescita delle entrate tributarie e alla moderazione della spesa corrente. Esso ha inoltre beneficiato di sovvenzioni dalla Recovery and Resilience Facility per 10 miliardi.*

Le entrate tributarie erariali nei primi quattro mesi dell'anno sono cresciute del +12% in termini tendenziali. Tra le imposte indirette (cresciute ad un tasso pari a circa il doppio delle imposte dirette), il gettito IVA sulle importazioni ha mostrato il maggiore dinamismo, favorito dalla ripresa dei volumi di importazione e dal forte aumento dei prezzi all'importazione. Il gettito IVA sugli scambi interni ha registrato un tasso di variazione fortemente positivo (+11,8%) dovuto anche all'aumento dell'inflazione e alla crescita della domanda interna. Anche altre tipologie di imposte indirette, come accise (in particolare quelle sul gas naturale) e tasse automobilistiche hanno registrato forti tassi di crescita nei primi quattro mesi dell'anno.

L'aumento dei contributi sociali e delle ritenute IRPEF ha riflesso l'andamento positivo del quadro economico congiunturale e il miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro, soprattutto del settore privato. Come evidenziato nella descrizione del quadro macroeconomico, l'andamento dell'occupazione è nettamente positivo e il tasso di disoccupazione è tornato ad un livello molto al di sotto di quello precrisi. L'andamento del mercato del lavoro ha consentito di compensare l'impatto della riforma introdotta dalla Legge di Bilancio 2022 sull'IRPEF, che comporta un alleggerimento del carico fiscale per tutti i contribuenti, con conseguente aumento del reddito disponibile e riduzione del cuneo fiscale sul fattore lavoro.

Dal lato della spesa, nei primi quattro mesi del 2022 si osserva un andamento contenuto. I pagamenti correnti hanno segnato una riduzione rispetto allo stesso periodo del 2021, nonostante le rilevanti risorse che sono state dedicate alla riduzione dei costi energetici per le famiglie e per le imprese, nonché delle misure di sostegno al mercato dell'auto (con particolare riferimento ai mezzi poco inquinanti o elettrici) e a industrie di punta quali i semiconduttori. Sono stati, inoltre, finanziati aiuti all'Ucraina e l'accoglienza ai rifugiati ucraini nel nostro Paese (ad oggi circa 137 mila).

L'andamento della spesa sta beneficiando, d'altro canto, del venir meno delle misure temporanee adottate per contrastare l'impatto economico e sociale della crisi pandemica.

I dati più recenti sui pagamenti per pensioni e altre prestazioni sociali hanno segnato una contrazione tendenziale del 2,3% nei primi quattro mesi del 2022 rispetto al



corrispondente periodo del 2021. Le prestazioni sociali stanno risentendo solo lievemente dell'accelerazione dell'inflazione in quanto l'indicizzazione ai prezzi delle prestazioni è basata sul tasso di inflazione dell'anno precedente.

Anche la spesa per interessi si è ridotta in termini tendenziali nei primi quattro mesi dell'anno, sebbene la ripresa dell'inflazione stia portando a pagamenti di interessi più elevati sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione rispetto al 2021. Resta pertanto confermato l'aumento nominale annuale per gli interessi passivi nel 2022 previsto nel DEF, mentre in rapporto al PIL tale voce spesa rimarrà stabile.

I dati mensili a tutto aprile ancora non evidenziano la crescita nominale della spesa per i redditi da lavoro dipendente prevista per il 2022 nel DEF. Ciò è dovuto sia all'erogazione dell'assegno unico per i figli, che non è accreditato in busta paga dal datore di lavoro come avveniva per l'assegno per il nucleo familiare ma è pagato direttamente dall'INPS come prestazione sociale, sia al fatto che i rinnovi contrattuali del pubblico impiego e il pagamento dei relativi arretrati non sono ancora pienamente avvenuti. Negli anni seguenti, la crescita salariale del settore pubblico tornerà comunque ad essere modesta e non andrà ad aggravare la spinta inflazionistica.

I pagamenti in conto capitale hanno mostrato il maggiore dinamismo nei primi quattro mesi del 2022, nonostante la posticipazione di alcune spese relative al PNRR rispetto alle previsioni. La concreta attuazione dei progetti del PNRR, e di conseguenza l'effettiva spesa, si sta rivelando complessa. Ciò deriva soprattutto dall'approccio adottato nella costruzione del Piano in quanto molti progetti altamente innovativi sono attuati tramite la predisposizione di bandi di concorso, l'effettuazione dei concorsi stessi, l'aggiudicazione e quindi l'attuazione ed erogazione dei relativi fondi. Tutto ciò richiede tempo e spinge inevitabilmente l'attuazione di tali progetti verso gli anni 2023-2026, periodo in cui vedremo i maggiori effetti economici del PNRR. Dal lato delle entrate, gli incassi legati al PNRR già realizzati sono allineati alle attese (circa 21 miliardi per la prima rata incassata in maggio).

Concludendo, nei primi cinque mesi dell'anno il fabbisogno è risultato assai contenuto. Anche alla luce di un andamento dell'economia quantomeno in linea con quanto previsto nel DEF, l'obiettivo di deficit della Pubblica amministrazione per il 2022, fissato al 5,6% del PIL nel DEF, è da considerarsi pienamente raggiungibile, così come, su un orizzonte più lungo, l'obiettivo di riduzione dell'indebitamento netto sotto il 3% del PIL entro il 2025.

Il 22 giugno, il Governo ha approvato un decreto-legge che proroga al terzo trimestre 2022 le misure per contenere i prezzi delle bollette di luce e gas e quelle relative alle garanzie per le imprese che effettuano stoccaggi di gas. Entro la fine del mese di giugno è prevista la presentazione al Parlamento del disegno di legge di assestamento di bilancio, con l'aggiornamento delle previsioni di finanza pubblica. In tale occasione, il Governo valuterà la fattibilità finanziaria di ulteriori misure di calmierazione del costo dell'energia a valere sulla restante parte dell'anno.