



Dipartimento
del Tesoro

IV Trimestre

2022

Programma Trimestrale di Emissione

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



INDICE

INDICE	2
1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE IV TRIMESTRE 2022	3
2. AGGIORNAMENTO SU ATTIVITÀ DI EMISSIONE DEL DEBITO NEL 2022	4
3. QUADRO MACROECONOMICO	5
4. FINANZA PUBBLICA	7

1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE IV TRIMESTRE 2022

NUOVI TITOLI IN EMISSIONE

**BTP 3 anni scadenza 15/01/2026 Ammontare minimo dell'intera emissione:
9 miliardi di Euro**

**BTP 7 anni scadenza 15/12/2029 Ammontare minimo dell'intera emissione:
10 miliardi di Euro**

**BTP 10 anni scadenza 01/05/2033 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 quarto trimestre, potranno altresì essere emessi ulteriori nuovi titoli sulla base delle condizioni dei mercati finanziari.

RIAPERTURE DI TITOLI IN CIRCOLAZIONE

Sempre nel quarto 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	04/07/2022 - 01/12/2027	cedola 2,65%
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 30 settembre, il MEF ha effettuato emissioni di titoli di Stato a medio-lungo termine, con regolamento entro la stessa data, per un importo nominale complessivo pari a circa 210 miliardi di euro¹. Inoltre, ad aprile il MEF ha ricevuto la prima *tranche* del prestito NGEU pari a 11 miliardi di euro.

L'attività di *funding*, per lo stesso periodo, oltre a coprire il Fabbisogno del Settore Statale, ha consentito di rifinanziare titoli di Stato a medio-lungo termine in scadenza per un importo complessivo pari a circa 191 miliardi di euro.

Per il resto dell'anno, dal 1° ottobre al 31 dicembre, l'attività di *funding* dovrà tener conto delle scadenze di titoli di Stato a medio-lungo termine per un importo complessivo pari a 50 miliardi di euro, ai quali va aggiunta la quota di Fabbisogno del Settore Statale dei prossimi mesi.

Tenuto conto dell'incasso della seconda *tranche* di NGEU, attesa entro la fine dell'anno, e delle disponibilità di cassa attuali rispetto agli obiettivi di fine anno, per la restante parte del 2022, dal 1° ottobre al 31 dicembre, si stimano pertanto emissioni lorde di titoli a medio-lungo termine pari a circa 64 miliardi di euro. Considerate le scadenze, questo implica una stima di emissioni nette per 14 miliardi di euro nello stesso periodo.

Al 30 settembre 2022, quindi, lo stato di avanzamento del programma di emissione per l'anno in corso si è attestato al 76,5%.

La vita media del debito al 30 settembre è stata pari a 7,12 anni sostanzialmente invariata rispetto al 31 dicembre 2021.

Il costo medio all'emissione fino al 30 settembre è stato pari al 1,31% (contro lo 0,10% del 2021).

¹ 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

Nel primo semestre del 2022, nonostante un contesto internazionale gravato dalle tensioni geopolitiche e dagli straordinari rincari dei beni energetici, l'economia italiana ha mostrato un andamento nettamente positivo. Grazie al robusto incremento del PIL nel secondo trimestre (+1,1% t/t), la crescita acquisita per il 2022 si colloca al 3,5%, al di sopra della previsione del DEF (3,1%). In prospettiva, il rialzo dell'inflazione e dei tassi di interesse, unito ai perduranti rischi geopolitici e al rallentamento dell'economia mondiale, prefigura una moderata flessione del ciclo economico a partire dal terzo trimestre di quest'anno. Cionondimeno, a livello tendenziale si continua a prevedere un incremento del PIL anche nel 2023, pari allo 0,6%, anche se significativamente inferiore a quanto previsto nel DEF (2,4%).

Nella prima metà del 2022, sebbene in presenza di un quadro internazionale sfidante, l'economia italiana ha registrato una performance positiva. L'allentamento delle misure restrittive, favorendo il recupero della domanda per consumi e investimenti oltreché la ripresa dei flussi turistici, ha dato un significativo contributo alla dinamica del PIL, che ha fatto registrare una crescita superiore al previsto, raggiungendo nel secondo trimestre un livello superiore dello 0,6 per cento a quello medio del 2019.

Infatti, dopo un primo trimestre moderatamente positivo (0,1%, t/t), condizionato dalla ripresa dei contagi, nel secondo quarto d'anno si è registrato un robusto incremento del PIL (1,1% t/t), favorito dall'allentamento delle misure restrittive e dalla ripresa dei servizi e dei flussi turistici internazionali. La crescita del secondo trimestre è stata trainata dai consumi delle famiglie (2,6 % t/t; 4,7% a/a), più ampia per i servizi che per i beni, e dalla perdurante fase espansiva degli investimenti fissi lordi (1,7% t/t; 11,3% a/a). Questi ultimi, beneficiando dell'impulso derivante dalle agevolazioni fiscali per il settore delle costruzioni unitamente a condizioni di finanziamento favorevoli, hanno raggiunto il 21,0% del PIL.

Per effetto delle implicazioni macroeconomiche del conflitto russo-ucraino, la crescita delle esportazioni, pur significativa (2,5% t/t; 12,3% a/a), è stata minore di quella delle importazioni, con la domanda estera netta che ha contribuito negativamente alla crescita del PIL: nel dettaglio, mentre le esportazioni di servizi hanno segnato un'accelerazione, quelle di beni hanno segnato un rallentamento dettato dall'attuale contesto di incremento dei costi e dei prezzi.

Alla luce delle informazioni congiunturali più recenti, la seconda metà dell'anno lascia prefigurare uno scenario di decelerazione dell'attività, che si inserisce nel quadro di un indebolimento degli indicatori ciclici globali ed europei, condizionati dall'incerta evoluzione della guerra in Ucraina e dagli andamenti del prezzo del gas naturale. In tale contesto, la produzione industriale, dopo le contrazioni di maggio e giugno, ha fatto rilevare un rimbalzo a luglio (0,4% m/m), accompagnandosi a una nuova flessione della produzione nelle costruzioni, il cui valore, tuttavia, si colloca

su livelli eccezionalmente elevati in serie storica. Sul fronte del commercio al dettaglio, si è registrata una crescita significativa del volume delle vendite.

Il clima di fiducia delle imprese italiane, dopo la risalita nei mesi primaverili, è tornato a ripiegare in luglio e agosto in linea con il peggioramento delle aspettative su ordini e produzione segnalato dall'indice PMI manifatturiero, riflettendo prospettive future meno favorevoli benché eterogenee tra i settori: ad agosto, infatti, mentre la manifattura e le costruzioni - maggiormente interessate dal rincaro dei beni energetici e dei materiali - hanno visto diminuzioni dell'indice, il commercio al dettaglio ha segnato robusti incrementi, accompagnandosi al miglioramento delle attese sulle vendite e sul volume degli ordini. Il superamento delle misure restrittive e la progressiva normalizzazione post-pandemica hanno favorito quei settori dei servizi che erano stati maggiormente penalizzati dalle misure di contrasto alla diffusione del Covid-19 durante le fasi più acute dell'epidemia. Dopo l'apporto fornito nel secondo trimestre, è lecito attendersi che anche nel terzo trimestre il contributo al PIL sarà positivo. Dal lato delle famiglie, ad agosto migliora il *sentiment* dei consumatori, che tuttavia sono meno ottimisti sull'evoluzione dell'economia e nelle attese sui prezzi.

In prospettiva, beneficiando di una crescita acquisita del PIL pari al 3,5%, pur in presenza di segnali di indebolimento dell'attività nel secondo semestre a causa dell'intensificarsi delle tensioni inflazionistiche legate al prezzo del gas, della restrizione monetaria in corso da parte della BCE e dell'allargamento dello spread, per l'anno in corso, si prevede che il livello tendenziale del prodotto interno lordo (PIL) aumenti del 3,3%, superiore quindi alla previsione riportata nel DEF, pari al 3,1%.

Il perdurare del conflitto in Ucraina ha mantenuto i prezzi del gas a livelli molto elevati in una fase in cui i Paesi europei hanno privilegiato il riempimento degli stoccaggi e la Russia ha fortemente ridotto i flussi di gas verso la Germania e gli altri Paesi europei. Di conseguenza, le pressioni inflazionistiche si confermano elevate e persistenti. In agosto, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha registrato una nuova accelerazione al 9,1% a/a, dall'8,4% di luglio. 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 agosto ha raggiunto il 4,9% a/a malgrado la crescita salariale sia rimasta moderata.

Gli interventi del Governo finalizzati a mitigare il rincaro delle bollette e dei carburanti hanno mitigato gli impatti negativi dell'inflazione sulle famiglie. Sebbene la persistenza del rincaro dei beni energetici potrebbe ingenerare un aumento più duraturo dell'inflazione di fondo, stanti gli attuali prezzi dei futures sull'energia si attende che il tasso di inflazione cominci a diminuire entro fine anno.

L'impennata dei prezzi energetici ha anche condizionato l'andamento della bilancia commerciale. Dopo anni di elevati surplus, negli ultimi mesi la bilancia delle partite correnti è passata in deficit sebbene la performance della bilancia commerciale non energetica sia rimasta complessivamente positiva.

Passando al mercato del lavoro, in linea con la vivace dinamica del PIL, nel secondo trimestre si è rilevato un incremento delle ore lavorate e dell'occupazione, in un contesto di flessione della disoccupazione. Il numero di occupati ha superato i 23 milioni e il tasso di disoccupazione è sceso al 7,9%, il livello più basso degli ultimi dieci anni.

4. FINANZA PUBBLICA

Nei primi otto mesi del 2022 il fabbisogno di cassa del settore statale è sceso a circa 34 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. Il fabbisogno beneficia di 10 miliardi in sovvenzioni ricevute dalla Recovery and Resilience Facility (RRF), ma queste ultime incidono solamente per circa un miliardo sulla sua riduzione rispetto ai primi otto mesi del 2021 (ad agosto 2021 l'Italia ricevette un primo anticipo dal RRF, includente 8,96 miliardi di sovvenzioni).

Le entrate tributarie erariali nei primi sette mesi dell'anno sono cresciute del +13,8% in termini tendenziali. Tra le imposte indirette, 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 (+10,8%) dovuto anche all'aumento dell'inflazione e alla crescita della domanda interna. Anche altre tipologie di imposte indirette, come proventi dal lotto e lotterie istantanee, accise (in particolare quelle sull'energia elettrica e il gas naturale) e tasse automobilistiche hanno registrato forti tassi di crescita nei primi sette mesi dell'anno.

I contributi sociali si confermano in aumento, mentre la crescita delle imposte dirette si rafforza nel mese di luglio, grazie ai risultati dei versamenti in autoliquidazione. Il buon andamento di contributi sociali e ritenute IRPEF nei primi mesi dell'anno ha riflesso l'andamento positivo del PIL e dell'occupazione. 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.

Tali risultati scontano, peraltro, le riduzioni temporanee del gettito IVA, delle accise sui carburanti e gli esoneri contributivi attuati nel corso del 2022 in risposta all'aumento dei prezzi energetici.

Dal lato della spesa, nei primi sette mesi del 2022 si continua a osservare un andamento contenuto dei pagamenti correnti, che hanno segnato una riduzione rispetto allo stesso periodo del 2021 pur in presenza di nuove misure di mitigazione del caro bollette quale il bonus sociale, di sostegno al mercato dell'auto (con particolare riferimento ai mezzi poco inquinanti o elettrici) e di aiuti all'Ucraina e l'accoglienza ai rifugiati ucraini nel nostro Paese.

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

I dati sui pagamenti per pensioni e altre prestazioni sociali segnalano il ritorno su un sentiero di crescita, seppure di lieve intensità, dopo le contrazioni tendenziali dei primi sei mesi del 2022. Questa inversione di tendenza risente, in larga misura,

dell'erogazione del bonus 200 euro ai pensionati, oltre che dell'erogazione dell'Assegno Unico e Universale.

Se, da un lato, nei primi mesi dell'anno le prestazioni sociali hanno risentito solo lievemente dell'accelerazione dell'inflazione, in quanto l'indicizzazione ai prezzi delle prestazioni è basata sul tasso di inflazione dell'anno precedente, dall'altro, nei restanti mesi del 2022 la crescita dei pagamenti per prestazioni sociali è destinata ad accelerare per effetto sia della revisione al rialzo della previsione del tasso di inflazione, sia dell'anticipo dal 2023 al 2022 del conguaglio per le pensioni dello 0,2 per cento (relativo al tasso di inflazione registrato nel 2021), disposto dal decreto 'Aiuti bis'. Sull'andamento delle pensioni peserà anche l'incremento di 2 punti percentuali per quelle fino a 35.000 euro, limitatamente alle mensilità di ottobre-dicembre e alla tredicesima mensilità, anch'esso disposto dal decreto 'Aiuti bis'.

La revisione attesa per la previsione dell'inflazione e il sensibile rialzo dei tassi di interesse eserciteranno un notevole impatto sulla spesa per interessi, i cui pagamenti risultano peraltro ancora in calo in termini tendenziali nei primi sette mesi dell'anno. Per il 2022, la ripresa dell'inflazione porterà a pagamenti di interessi più elevati sui titoli di Stato indicizzati all'inflazione rispetto al 2021. Si prevede pertanto un aumento nominale annuale di tale voce di spesa nel 2022 accompagnato anche da un incremento in rapporto al PIL rispetto allo scorso anno.

I dati mensili a tutto luglio evidenziano una crescita di quasi il 3% per la spesa per i redditi da lavoro dipendente. Tale crescita riflette sia i rinnovi contrattuali del mese di giugno sia l'erogazione del bonus 200 euro del mese di luglio. 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, contributi e altri trasferimenti in conto capitale, hanno continuato a mostrare il maggiore dinamismo nei primi sette mesi del 2022, mentre gli investimenti fissi lordi hanno risentito del posticipo di alcune spese relative al PNRR rispetto alle previsioni. Come già chiarito nella precedente pubblicazione, la concreta attuazione dei progetti del PNRR si sta rivelando complessa. Ciò deriva non solo dal rialzo dei costi delle opere pubbliche, che ha frenato l'aggiudicazione di alcune gare e su cui il Governo è intervenuto stanziando fondi di bilancio aggiuntivi, ma anche dal fatto che molti progetti sono altamente innovativi. La predisposizione e lo svolgimento dei bandi richiedono tempo e spingono inevitabilmente l'erogazione effettiva dei fondi assegnati nel 2022 verso gli anni 2023-2026, periodo in cui vedremo i maggiori effetti economici del PNRR.

Concludendo, nei primi otto mesi dell'anno il fabbisogno è risultato assai contenuto. Anche alla luce del buon andamento dell'economia, 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 una progressiva riduzione del deficit nel prossimo triennio. A legislazione vigente il deficit tendenziale del 2022 è stimato al 5,1%. Anche il rapporto debito/PIL, già sceso al 150,3% nel 2021, dovrebbe continuare a segnare un ulteriore calo, nell'anno in corso e nei successivi. A legislazione vigente tale rapporto in termini tendenziali dovrebbe attestarsi nel 2022 al 145,4%.

Il 9 settembre il Governo ha presentato al Parlamento una Relazione in cui sono stati certificati spazi finanziari per il 2022 pari a circa 6,2 miliardi, corrispondenti a 0,3 punti percentuali di PIL. Tali spazi di bilancio sono stati utilizzati per finanziare l'impatto dell'ultimo decreto-legge approvato, il D.L. n. 144 del 23 settembre,

cd. decreto 'Aiuti ter', con il quale sono stati introdotti ulteriori interventi d'urgenza per fronteggiare il caro energia e consentire l'attuazione del PNRR.