



Dipartimento
del Tesoro

Il Trimestre

2024

Programma Trimestrale di Emissione

*Aggiornamenti sull'attività di emissione del debito pubblico, il quadro macroeconomico e di finanza pubblica
Marzo 2024*



INDICE

INDICE	2
1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE II TRIMESTRE 2024	3
2. AGGIORNAMENTO SULL'ATTIVITÀ DI EMISSIONE DEL DEBITO NEL 2024	4
3. QUADRO MACROECONOMICO	5
4. FINANZA PUBBLICA	7

1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE

II TRIMESTRE 2024

NUOVI TITOLI IN EMISSIONE

Titolo	Scadenza	Ammontare minimo
BTP 3 anni	15/07/2027	9 miliardi di euro
BTP 7 anni	15/07/2031	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.

Nel corso del secondo trimestre, potranno altresì essere emessi ulteriori nuovi titoli sulla base delle condizioni dei mercati finanziari.

RIAPERTURE DI TITOLI IN CIRCOLAZIONE

Nel secondo trimestre del 2024, potranno essere offerte ulteriori *tranche* dei seguenti titoli in corso di emissione:

Titolo	Data di godimento/scadenza	Cedola
BTP	27/02/2024 - 28/01/2026	3,20%
BTP	15/01/2024 - 15/02/2027	2,95%
BTP	01/03/2024 - 01/07/2029	3,35%
BTP	16/01/2024 - 15/02/2031	3,50%
BTP	01/03/2024 - 01/07/2034	3,85%

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 SULL'ATTIVITÀ DI EMISSIONE DEL DEBITO NEL 2024

A fine febbraio 2024, il MEF ha effettuato emissioni di titoli di Stato a medio-lungo termine per un importo nominale complessivo pari a circa 67 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, inclusi gli ammontari riacquistati in operazioni di concambio e buyback, per un importo complessivo pari a circa 50 miliardi di euro.

Per il resto dell'anno, dal 1° marzo 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 211 miliardi di euro, ai quali va aggiunta la quota di Fabbisogno del Settore Statale dei prossimi mesi.

Tenuto conto delle disponibilità di cassa attuali, delle emissioni del mese di marzo effettuate e di quelle già annunciate che regolano entro il 31 marzo, pari a circa 45 miliardi di euro, rispetto agli obiettivi di fine anno, per la restante parte del 2024, dal 1° aprile al 31 dicembre, si stimano pertanto emissioni lorde di titoli a medio-lungo termine in area 228-248 miliardi di euro. Considerate le scadenze, questo implica una stima di emissioni nette per circa 39-59 miliardi di euro nello stesso periodo.

A fine febbraio 2024, quindi, lo stato di avanzamento del programma di emissione per l'anno in corso si è attestato al 19%, percentuale che sale al 33% se si includono le emissioni effettuate e quelle già annunciate che regolano nel mese di marzo.

La vita media del debito al 29 febbraio è stata pari a 7,03 anni, in lieve aumento rispetto al 31 dicembre 2023 (6,97 anni).

Il costo medio all'emissione fino a fine febbraio 2024 è stato pari al 3,62% (contro 3,76% del 31 dicembre 2023).

3. QUADRO MACROECONOMICO

Nel quarto trimestre del 2023, in un contesto connotato dall'instabilità dello scenario internazionale e da condizioni finanziarie restrittive, il PIL ha registrato un aumento dello 0,2% t/t. Nel complesso del 2023, il PIL è cresciuto dello 0,9%, conseguendo un risultato migliore di quello prefigurato nel DPB 2024 (0,8%) e superiore a quello dell'area dell'euro (+0,4%). Sulla base degli indicatori congiunturali più recenti, le prospettive risultano complessivamente positive. Alla debolezza dell'attività manifatturiera si contrappone il ritrovato slancio dei servizi. La resilienza del mercato del lavoro e la prosecuzione della fase di rallentamento dell'inflazione dovrebbero sostenere la domanda privata, in un quadro segnato dall'allentamento delle condizioni finanziarie, connesso con le attese di graduale normalizzazione della politica monetaria, e dall'impulso alla crescita fornito dagli investimenti del PNRR. Nonostante le turbolenze geopolitiche in corso, la buona performance delle esportazioni dovrebbe consolidare il miglioramento del saldo delle partite correnti registrato nel 2023.

Nel quarto trimestre del 2023, nonostante l'instabilità geopolitica e la rigidità delle condizioni finanziarie, l'economia italiana si è mostrata solida. Il PIL è cresciuto dello 0,2% t/t, conseguendo un risultato superiore alla media dell'area dell'euro e confermando il tasso di espansione del 3T. Nonostante il rientro dell'inflazione, i consumi hanno registrato una diminuzione, dopo il buon andamento nei primi tre trimestri dell'anno. L'attività è stata sorretta prevalentemente dagli investimenti (+2,4% t/t), con una crescita particolarmente pronunciata nelle costruzioni, sostenute dall'impulso fornito al settore delle agevolazioni fiscali. Contestualmente, nonostante la debolezza della domanda mondiale, le esportazioni hanno registrato un incremento significativo (+1,2% t/t). Dal lato dell'offerta, la robusta crescita delle costruzioni e la stabilizzazione del valore aggiunto del manifatturiero hanno bilanciato il lieve ripiegamento dei servizi.

Sulla base degli indicatori disponibili, le prospettive a breve termine risultano complessivamente positive, esito di andamenti differenziati tra i settori. Alla fase di debolezza della manifattura - colta dalla flessione della produzione industriale in apertura d'anno e da condizioni di generale incertezza - si contrappone il ritrovato slancio dei servizi. A febbraio, il PMI del comparto terziario è migliorato ulteriormente, attestandosi per la seconda volta al di sopra della soglia di espansione grazie all'incremento della produzione e dei nuovi ordini. Nello stesso mese, il clima di fiducia dei consumatori si è nuovamente rafforzato, riflettendo in particolare le favorevoli opportunità di risparmio - in linea con l'elevata domanda di titoli di Stato destinati a famiglie e piccoli risparmiatori. Nel complesso, le decisioni di spesa delle famiglie sono improntate alla cautela, sebbene le attese dei consumatori sull'inflazione confermino la tendenza al rallentamento in corso.

A febbraio, infatti, l'inflazione al consumo misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è attestata allo 0,8% a/a (dallo 0,9% precedente), ben al di sotto della media dell'area dell'euro (2,6% a/a). Anche la componente di fondo ha registrato una nuova decelerazione, portandosi al 2,6% a/a (dal 3,0% a/a di gennaio). A dispetto dei recenti, lievi incrementi dei prezzi energetici colti dai contratti

futures, si attende la prosecuzione della fase di rientro dell'inflazione *core*. Nell'insieme, l'inflazione al consumo dovrebbe confermare la tendenza discendente nel 2024.

Alla diminuzione dei prezzi dei beni energetici ha fatto seguito il miglioramento delle ragioni di scambio e dei conti con l'estero. Malgrado la fragilità del quadro geopolitico, nel 2023 il saldo della bilancia commerciale è tornato in surplus, registrando un avanzo pari a €34 miliardi (da -€34 miliardi del 2022). In concomitanza, grazie alla robusta crescita del surplus mercantile, il saldo di conto corrente è tornato positivo all'inizio del quarto trimestre, registrando un surplus pari a €9,5 miliardi nei dodici mesi terminanti a gennaio (da -€29,7 miliardi nei dodici mesi precedenti).

La resilienza dell'attività economica traspare anche dall'andamento positivo del mercato del lavoro. Nel quarto trimestre, l'occupazione ha accelerato (0,6% t/t, dallo 0,2% precedente), portando il numero di occupati sul livello più alto in serie storica (23,7 milioni) e il tasso di occupazione al 61,9%. La vivace dinamica occupazionale si è riflessa nella nuova riduzione del tasso di disoccupazione (7,4%, dal 7,6% precedente), attestatosi sui livelli più bassi dal 2009.

Stante il quadro macroeconomico delineato, e acquisiti gli andamenti del PIL e delle principali componenti, le prospettive sull'andamento dell'attività nel corso dell'anno appaiono, nell'insieme, incoraggianti. Il rallentamento dell'inflazione, unitamente all'effetto delle misure governative finalizzate ad espandere il reddito disponibile, dovrebbe favorire l'aumento del potere d'acquisto delle famiglie, con un impatto positivo su relativi consumi. Contestualmente, gli investimenti beneficerebbero della spinta fornita dalle risorse del PNRR, oltretutto dell'allentamento delle condizioni di finanziamento connesse con la graduale normalizzazione della politica monetaria. Di conseguenza, ciò dovrebbe sostenere la domanda di lavoro e l'occupazione.

I rischi sulla previsione risultano ancora bilanciati. Andranno monitorati con attenzione gli impatti sull'attività economica e sull'inflazione derivanti da un contesto geopolitico segnato dall'instabilità, nonostante allo stato attuale appaiano ancora limitate le relative implicazioni macroeconomiche. Ulteriore elemento di rischio è associato all'indebolimento della crescita globale, in particolare in Cina, dove le difficoltà del settore immobiliare potrebbero produrre effetti più negativi del previsto. Infine, è possibile che l'inasprimento della politica monetaria degli ultimi anni debba ancora dispiegare a pieno il proprio impatto sull'economia reale.

4. FINANZA PUBBLICA

Il fabbisogno di cassa del settore statale a tutto il 2023 è risultato pari a circa 109 miliardi, in aumento di quasi 42 miliardi rispetto al dato del 2022. Sull'incremento hanno influito, oltre che una crescita dei pagamenti che ha superato quella degli incassi, anche diversi fattori indipendenti dal ciclo economico reale e da misure discrezionali di politica economica, tra cui il minore ammontare di sovvenzioni ricevute dal Recovery and Resilience Facility (12 miliardi contro i 20 miliardi ricevuti nel 2022) e le minori entrate derivanti dai versamenti degli utili di Banca d'Italia (-3,9 miliardi), nonché dalle autorizzazioni e licenze per i servizi di telecomunicazione (-4,8 miliardi). Nei primi due mesi del 2024, il fabbisogno è stimato in via preliminare pari a oltre 21 miliardi, un livello analogo allo stesso periodo del 2023.

Il 2023 è stato caratterizzato da un andamento positivo degli incassi tributari, cresciuti del 7,9% rispetto al 2022, nonostante le maggiori somme utilizzate in forma di compensazione (+3,9%), derivanti dall'aumento dei crediti di imposta concessi. All'interno del comparto, il settore più dinamico è stato quello delle imposte dirette (+8,4%) e in particolare dell'IRPEF per ritenute da lavoro dipendente, cresciuta del +9,5% coerentemente con gli aumenti salariali per rinnovi contrattuali, da una parte, e il favorevole andamento del mercato del lavoro, dall'altra. Quest'ultimo si riflette anche sull'incremento dei contributi sociali INPS, cresciuti del +2,7% rispetto al 2022, nonostante il taglio dell'aliquota contributiva sulle retribuzioni medio-basse¹.

Anche gli incassi da imposte indirette hanno mostrato una crescita significativa nel 2023 (+7,2%), con un aumento degli incassi IVA pari al +6,7% che è risultato come effetto di due spinte contrapposte: una al rialzo fornita dalla componente degli scambi interni (+9,4%), dovuta alla ripresa della domanda domestica e alla pressione esercitata dall'inflazione core, e una al ribasso dovuta alla componente importazioni (-16,8%), influenzata dalla diminuzione dei prezzi dei beni energetici osservata nella seconda metà dell'anno e dal calo dei volumi importati registrato nei dati di contabilità nazionale.

Infine, sull'andamento degli incassi rilevano sia il ripristino nel 2023 delle accise ordinarie sui carburanti, che ha determinato un aumento degli incassi relativi alle accise su oli minerali del +38,4%, sia il versamento pari a 3,4 miliardi relativo al contributo di solidarietà imposto sugli extra-profitti delle imprese nei settori dell'energia elettrica, del gas e petrolifero.

A gennaio 2024 gli incassi tributari hanno mostrato un aumento su base tendenziale (+5,1%), trainati dalle imposte dirette (+16,0%). Tuttavia, il confronto rispetto a

¹ Il taglio contributivo per il 2022, pari a 0,8 punti percentuali a favore delle retribuzioni mensili fino a 2.692 euro (L. n. 234/2021), è stato innalzato fino a 2 punti percentuali per il periodo da luglio 2022 a giugno 2023 (D.L. n. 115/2022 e L. n. 197/2022) e poi ulteriormente fino a 6 punti percentuali per il periodo luglio 2023 dicembre 2024 (D.L. 48/2023 e L. n. 213/2023). Da gennaio 2023 a dicembre 2024 l'esonero è incrementato di un punto percentuale per le retribuzioni mensili fino a 1.923 euro (L. n. 197/2022).

gennaio 2023 risulta distorto per via di alcune differenze afferenti al calendario delle scadenze dei versamenti e soprattutto in ragione della forte riduzione dei versamenti in conto residui relativi all'IVA sugli scambi interni rispetto al volume eccezionale registrato a gennaio 2023, che ha determinato la flessione degli incassi IVA (-19,4%). Al netto di questo fattore, gli incassi IVA sarebbero aumentati del +9,5%, mentre gli incassi tributari nel complesso avrebbero mostrato una crescita marcatamente superiore (+13,8%).

Sul fronte della spesa, l'andamento dei pagamenti correnti nel 2023 risente in modo significativo delle pressioni inflazionistiche del 2022, attraverso due principali canali. Il primo è legato alla crescita dei pagamenti per prestazioni sociali, dovuto all'indicizzazione delle pensioni e degli altri strumenti di *welfare* al tasso di inflazione dell'anno precedente. La crescita è stata parzialmente contenuta dal limite alla rivalutazione delle pensioni più elevate introdotto per il biennio 2023-2024.

Il secondo canale è costituito dall'aumento dei pagamenti per interessi, determinato dalla quota di titoli indicizzati all'inflazione del 2022. In termini di competenza economica, l'impatto della rivalutazione del capitale di rimborso (cd. *capital uplift*) è attribuito alla spesa per interessi nel 2022, quando è maturata, mentre in termini di cassa solo alla scadenza del titolo (ad eccezione dei titoli indicizzati all'inflazione italiana). Tuttavia, l'esborso di cassa delle cedole si è manifestato anche nel corso del 2023, continuando a pesare sul complesso dei pagamenti per interessi. Questo fenomeno spiega la discrasia cassa/competenza relativa agli interessi, la cui spesa in termini di competenza mostra una netta discesa nel 2023 rispetto al 2022.

I pagamenti in conto capitale nel 2023 hanno mostrato un significativo aumento, trainato sia dai contributi agli investimenti privati sia dalla dinamica positiva degli investimenti pubblici, alimentata dai fondi RRF. Sul finire dell'anno, è stata erogata la quarta rata in seguito alla valutazione positiva circa il conseguimento dei previsti 43 *milestone* e 37 *target*, ed è stata sottoposta la richiesta per l'erogazione della quinta, prevista nell'anno in corso.

Infine, sul livello del fabbisogno del 2023 hanno inciso anche le risorse stanziare per contrastare gli effetti dei rincari energetici. Tuttavia, il processo di graduale rimozione di queste misure emergenziali ha comportato una significativa riduzione delle risorse destinate allo scopo rispetto al 2022, contribuendo a limitare l'aumento del fabbisogno.

L'aumento nel 2023 del fabbisogno del settore statale rispetto al 2022 era stato già scontato nelle previsioni ufficiali; anzi, il dato di consuntivo si è collocato su un livello significativamente inferiore rispetto all'obiettivo fissato nella NadeF di settembre (5,2% del PIL contro il 5,6%).

L'andamento del fabbisogno migliore delle attese si è riflesso nel valore del rapporto debito/PIL, stimato per il 2023 pari al 137,3%, in riduzione di 3,2 punti percentuali rispetto al 2022 e inferiore di 2,9 punti percentuali rispetto all'obiettivo indicato nella NadeF, anche per effetto del PIL nominale ampiamente superiore al previsto.

Nel prossimo DEF, che sarà presentato ad aprile, saranno riportate le previsioni macroeconomiche e di finanza pubblica per il prossimo triennio aggiornate secondo lo scenario a legislazione vigente.