



Dipartimento
del Tesoro

I Trimestre

2025

Programma Trimestrale di Emissione

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



INDICE

INDICE	2
1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE I TRIMESTRE 2025	3
2. AGGIORNAMENTO SULL'ATTIVITÀ DI EMISSIONE DEL DEBITO NEL 2025	4
3. QUADRO MACROECONOMICO	5
4. FINANZA PUBBLICA	8

1. PROGRAMMA TRIMESTRALE DI EMISSIONE I TRIMESTRE 2025

NUOVI TITOLI IN EMISSIONE

Titolo	Scadenza	Ammontare minimo
BTP Short Term	25/02/2027	9 miliardi di euro
BTP 5 anni	01/07/2030	10 miliardi di euro
BTP 10 anni	01/08/2035	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 primo trimestre, potranno altresì essere emessi ulteriori nuovi titoli sulla base delle condizioni dei mercati finanziari.

RIAPERTURE DI TITOLI IN CIRCOLAZIONE

Sempre nel primo trimestre del 2025, potranno essere offerte ulteriori *tranche* dei seguenti titoli in corso di emissione:

Titolo	Data di godimento/scadenza	Cedola
BTP	15/11/2024 - 15/10/2027	2,70%
BTP	02/09/2024 - 01/10/2029	3,00%
BTP	15/11/2024 - 15/11/2031	3,15%

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 2025

Nel 2025 le emissioni complessive del Tesoro saranno determinate dalle scadenze dei titoli in circolazione che, al netto dei BOT, saranno pari a circa 234 miliardi di euro e dal nuovo fabbisogno del settore statale dell'anno che, in base alle stime preliminari coerenti con le previsioni di finanza pubblica contenute nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine 2025-2029 e nel Documento Programmatico di Bilancio 2025 dovrebbe attestarsi intorno ai 135 miliardi di euro.

Visti i prestiti del pacchetto NGEU per il 2025 nonché l'attività di gestione delle disponibilità di cassa nel corso dell'anno, che terrà conto degli effetti derivanti dall'introito della sesta rata NGEU alla fine dell'anno in corso (per 9,9 miliardi al lordo del prefinanziamento, di cui 2 miliardi per trasferimenti e 7,9 miliardi per prestiti), le informazioni attualmente disponibili portano a prevedere emissioni lorde complessive di titoli a medio lungo termine in un intervallo compreso tra i 330 ed i 350 miliardi di euro, inferiori quindi a quelle effettuate nel 2024 (pari a quasi 361 miliardi di euro, al netto dei 16 miliardi emessi in operazioni di concambio).

3. QUADRO MACROECONOMICO

Nonostante il protrarsi dell'incertezza a livello internazionale, e con il PIL rimasto stabile nel terzo trimestre, le prospettive a breve termine rimangono complessivamente favorevoli. Sul lato della domanda interna, giova a favore di una ripresa del processo di crescita, sia pure a ritmi moderati, un'inflazione tra le più basse dell'area dell'euro. La prolungata solidità del mercato del lavoro, unita alla ripresa del potere d'acquisto rafforzata dagli incrementi dei salari reali, dovrebbero esercitare un impatto favorevole, andando a sostenere i consumi. Parallelamente, gli investimenti, dopo un'attenuazione della contrazione nei mesi in corso, dovrebbero osservare un'inversione di tendenza, soprattutto dagli inizi del 2025, sulla scia di condizioni finanziarie più favorevoli, che porterebbero ad un miglioramento dei flussi di credito alle imprese, e della spinta fornita dai fondi del PNRR. In continuità con l'atteso recupero degli investimenti, dovrebbero andare ad affievolirsi anche le divergenze settoriali, con la manifattura in graduale stabilizzazione negli ultimi mesi dell'anno, le costruzioni ancora resilienti e i servizi che si mostrerebbero dinamici e più solidi rispetto al leggero rallentamento nella parte centrale del 2024. Nonostante numerosi fattori di instabilità a livello globale impongano cautela nell'analisi degli sviluppi del commercio mondiale, le esportazioni sono attese riprendere un percorso di decisa risalita nel breve termine, determinando un risultato più robusto del saldo delle partite correnti rispetto a quello avutosi nel 2023.

Nel terzo trimestre del 2024, l'economia italiana ha temporaneamente segnato il passo, restando sullo stesso livello del quarto precedente. Trainati dalla ripresa dei redditi reali e favoriti dal riavvicinamento del tasso di risparmio ai livelli pre-pandemici, sono aumentati marcatamente i consumi privati, che hanno sostenuto la domanda interna. D'altra parte, gli investimenti hanno osservato un arretramento, a cui ha fatto eccezione il leggero incremento degli investimenti in costruzioni, rispecchiando la debolezza del comparto manifatturiero. La performance degli investimenti è collegata anche alla flessione delle esportazioni, che ha determinato un contributo negativo della domanda estera netta nel trimestre, la quale fornirà comunque l'apporto principale alla crescita aggregata del 2024. Dal lato dell'offerta, il valore aggiunto delle costruzioni è tornato ad aumentare, facendo da contraltare alla riduzione di quello dell'industria in senso stretto, accompagnato dal terzo aumento trimestrale consecutivo di quello dei servizi.

Le più recenti informazioni congiunturali confermano un accettabile stato di salute dei fattori trainanti la crescita nei prossimi mesi, in particolare dei consumi, prefigurando uno scenario moderatamente positivo. Nei primi due mesi del 4T, la fiducia dei consumatori, rimasta sostanzialmente in linea con il valore medio dei primi tre trimestri dell'anno, ha rilevato un miglioramento dei giudizi sul contesto attuale, favorevolmente condizionati da un potenziale di spesa iniziato ad esprimersi, e rinvenibile nel deciso aumento delle vendite al dettaglio riscontrato ad ottobre, su base tendenziale. Infatti, dal lato delle imprese, gli ultimi dati parlano di una fiducia rinforzata nel commercio al dettaglio, accompagnata da opinioni meno avverse rispetto al recente passato nella manifattura, che anticiperebbero il progressivo riallineamento degli andamenti settoriali nei mesi a venire, lasciando gradualmente

alle spalle le difficoltà dell'industria, la cui produzione è riuscita a rimanere stabile ad ottobre, in un contesto europeo particolarmente fragile. Ancora debole, tuttavia, il PMI dell'Industria. Per i servizi, il PMI del comparto, in media, si è mantenuto sopra il valore di espansione nei primi due mesi dell'ultimo trimestre, malgrado il primo segnale di incertezza rilevato a novembre dopo diversi mesi di solido ottimismo.

A novembre, l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) si è attestato all'1,6% a/a (dall'1,0% precedente), collocandosi ben al di sotto della media dell'area dell'euro (2,3% a/a). Anche la componente di fondo ha leggermente accelerato, portandosi al 2,2% a/a (dall'1,9% a/a di ottobre). La leggera risalita dell'inflazione al consumo era attesa nella parte finale del 2024 ed ha risentito dell'attenuazione nella flessione dei prezzi di alcuni beni energetici non regolamentati. Nonostante il probabile proseguimento dell'andamento crescente, l'indice è atteso rimanere vicino al valore obiettivo del 2% nei prossimi mesi.

Il profilo complessivamente discendente dei prezzi di alcune materie prime energetiche, che non dovrebbe arrestarsi nel breve termine come suggerito dai contratti *futures* (specialmente per il petrolio), ha impattato positivamente sulle ragioni di scambio e sui conti con l'estero. Nel terzo trimestre del 2024, infatti, la bilancia commerciale è andata in attivo di 12 miliardi. Contestualmente, grazie al considerevole aumento del surplus mercantile, nei dodici mesi terminanti a settembre il saldo di conto corrente ha registrato un avanzo rilevante (21,7 miliardi, pari all'1,0% del PIL, da -7,7 miliardi nei dodici mesi precedenti).

Risulta confermata la solidità del mercato del lavoro. Nel terzo trimestre, il numero di occupati ha superato per la prima volta la soglia dei 24 milioni, il livello più alto in serie storica, spingendo di nuovo al rialzo il tasso di occupazione (62,4%). La salute del mercato del lavoro si scorge anche dall'ulteriore aumento delle posizioni a tempo indeterminato e dal maggior incremento dei contratti a tempo pieno rispetto a quelli part-time. Ai positivi sviluppi occupazionali, inoltre, si è abbinata una nuova, marcata riduzione del tasso di disoccupazione (6,1%, dal 6,7% precedente).

Nell'insieme, per l'anno in entrata l'attività economica dovrebbe espandersi a un ritmo maggiore rispetto al 2024. La crescita delle retribuzioni potrebbe essere in parte assorbita dalla riduzione dei margini delle imprese limitando le pressioni sui prezzi e sospingendo verso l'alto la spesa. In tal senso, la domanda domestica, che beneficerebbe, lato investimenti, di opportunità finanziarie più accessibili, si confermerebbe la spina dorsale di un'economia in accelerazione. Inoltre, una più vivace domanda internazionale di beni e servizi, insieme a tassi di cambio più favorevoli, stimolerebbero i maggiori volumi di scambi in uscita.

I rischi sulla previsione restano bilanciati. Sebbene allo stato attuale le relative implicazioni macroeconomiche appaiano limitate, non vanno sottovalutati gli impatti potenziali delle perduranti instabilità geopolitiche. Le possibili ricadute protezionistiche e le crisi di governo in corso in alcune grandi economie europee, a cui si aggiunge la debolezza dell'economia cinese, potrebbero pesare negativamente sull'evoluzione del commercio mondiale e ritardare le decisioni di produzione. Un fattore chiave sarà la reazione del comparto industriale europeo in un tessuto manifatturiero connotato dalla fragilità, e che ha il compito di allocare efficacemente le risorse messe a disposizione dai fondi comunitari. D'altro canto, il previsto rafforzamento del PIL nell'Eurozona e l'avvicinamento dei tassi di crescita dei prezzi vicino agli obiettivi statuari, potrebbero stabilizzare le aspettative degli operatori

e fomentare le scelte di investimento e di consumo, grazie anche alla stabilità del mercato del lavoro.

4. FINANZA PUBBLICA

A causa dei bonus edilizi concessi a partire dal 2020, e in particolare del Superbonus, per il 2024 era previsto un incremento significativo del fabbisogno di cassa del settore statale rispetto al 2023. Infatti, l'impatto sfavorevole dell'incremento dei flussi di utilizzo in detrazione o compensazione dei sopracitati crediti di imposta era ampiamente atteso e incluso nelle previsioni ufficiali del DEF 2024, in cui il fabbisogno annuale era previsto salire dal 5,2% del PIL nel 2023 al 7,1% del PIL nel 2024.

Nel periodo gennaio-novembre, in effetti, il fabbisogno è risultato pari a circa 132,9 miliardi, quasi 25 miliardi in più rispetto allo stesso periodo del 2023. L'aumento è in parte ascrivibile anche al differente ammontare di sovvenzioni RRF ricevute nei periodi di riferimento: 10 miliardi a ottobre 2023 contro 3 miliardi ad agosto 2024.

Con l'aggiornamento delle previsioni di finanza pubblica elaborato in occasione del Piano strutturale di bilancio di medio termine a settembre, la previsione per il fabbisogno è stata rivista al 5,7% del PIL, scontando l'andamento positivo registrato sul lato delle entrate. Le indicazioni più recenti portano tuttavia a prevedere un lieve peggioramento del dato di dicembre rispetto alle ultime previsioni, che dovrebbe portare il dato finale annuale in prossimità del 6% del PIL.

Per quanto riguarda i dati di dettaglio sottostanti i numeri di fabbisogno, l'utilizzo dei crediti di imposta legati ai *bonus* edilizi ha giocato un ruolo determinante nella dinamica del saldo di cassa del settore statale nel 2024. I dati relativi ai primi tre trimestri dell'anno mostrano un ammontare di compensazioni di circa 37 miliardi, in forte aumento rispetto ai 21 miliardi registrati in tutto il 2023¹.

In ragione della ripartizione dei crediti in un numero variabile di anni a seconda del tipo di agevolazione, dell'anno di maturazione del diritto e di altri fattori, nel 2024 si somma l'impatto relativo a tutti gli anni (2021-2023²) in cui i crediti relativi ai *bonus* edilizi hanno osservato un picco³, mentre i crediti emersi nel corso del 2024 - estremamente limitati - potranno essere utilizzati a partire dal 2025⁴. L'impatto in termini di cassa dei crediti maturati in quegli anni resterà su livelli analoghi fino al 2026. Come noto, la gran parte dei beneficiari della misura ha optato per lo sconto in fattura o la cessione del credito, con la conseguenza che gli utilizzi dei crediti di imposta risultano quasi totalmente in termini di compensazione, contabi-

¹ Cfr. Seduta della Commissione Finanze della Camera dei deputati del 15 ottobre 2024.

² L'aumento del flusso di utilizzo dei crediti di imposta osservato nel 2024 dipende in misura determinante dai benefici relativi al Superbonus maturati nel 2023 (circa 84,5 miliardi), che sono risultati in notevole aumento rispetto al tiraggio della misura registrato nel 2022 (circa 57,9 miliardi).

³ L'effettivo utilizzo dei crediti risulta allineato all'ammontare dei diritti acquisiti, al netto di una lieve quota fisiologica di perdita delle agevolazioni (ad es. per incapienza, frodi, errori, etc.) che è conforme ai *bonus* edilizi ordinari.

⁴ Le misure introdotte per frenare l'accesso al Superbonus hanno comportato una forte riduzione del tiraggio della misura nell'anno in corso, anche al di sotto di quanto atteso e scontato nelle previsioni di finanza pubblica di primavera.

lizzate come trasferimenti di cassa in conto capitale, e solo marginalmente di detrazioni, contabilizzate come riduzione di incassi. Questo comporta che l'impatto sul fabbisogno si osserva sul lato della spesa e non sul lato delle entrate: la voce dei trasferimenti in conto capitale a famiglie e ISP è più che raddoppiata rispetto al 2023.

Per quanto riguarda le altre voci di spesa, in primo luogo si è riscontrato un aumento dei pagamenti per interessi passivi di cassa rispetto al 2023 (+17,6% nei primi dieci mesi dell'anno). L'andamento è dovuto alla maggiore quota di titoli che hanno recepito l'aumento dei tassi di rendimento conseguente alla politica monetaria restrittiva della BCE degli scorsi anni, ma risulta in linea con le aspettative scontate nelle previsioni di settembre.

Sulla base dei dati preliminari finora disponibili, il resto dei pagamenti mostra, nel complesso, un andamento nel corso dell'anno sostanzialmente in linea con quanto registrato nel 2023. Tuttavia, si osserva una tendenza a una ricomposizione della spesa per cassa, con un aumento della spesa nominale in conto capitale, anche al netto della componente dovuta ai *bonus*, compensata da una analoga riduzione della spesa corrente primaria. Sulla crescita della spesa in conto capitale (circa +14% al netto dei trasferimenti alle famiglie che includono i *bonus* edilizi) hanno esercitato un apporto positivo i fondi RRF, la cui sesta rata, pari a circa 9,9 miliardi se si include il prefinanziamento (di cui circa 2 miliardi di sovvenzioni), è prevista in pagamento entro la fine dell'anno.

Circa l'andamento delle entrate risultato più dinamico rispetto alle attese, gli incassi totali sono trainati dal gettito delle imposte dirette, che nei primi dieci mesi dell'anno ha registrato un aumento dell'8% rispetto allo stesso periodo del 2023. L'andamento è spiegato dalla crescita del gettito IRPEF (+6,4%, e in particolare delle ritenute sui redditi da lavoro dipendente, +6,9%)⁵, che risente positivamente delle ottime *performance* del mercato del lavoro in termini di occupazione. Inoltre, ha contribuito anche l'aumento delle retribuzioni lorde dovute alla dinamica di rinnovi contrattuali in diversi settori volti al parziale recupero della perdita di potere d'acquisto determinata dalla fiammata inflazionistica osservata a partire dal 2022. Questo ha comportato un ampliamento della base imponibile con un effetto più che proporzionale in ragione della natura progressiva dell'imposta.

Le altre voci di entrata mantengono un andamento meno sostenuto, ma comunque vivace. In particolare, i versamenti contributivi continuano a crescere rispetto all'anno precedente (+3% nel periodo gennaio-ottobre 2024 rispetto allo stesso periodo nel 2023), grazie all'andamento positivo del mercato del lavoro che più che compensa l'effetto del taglio delle aliquote contributive.

Inoltre, si può ritenere che parte dell'aumento delle entrate sia stato determinato da un miglioramento stimato della *compliance* fiscale, in continuità con quanto registrato negli ultimi anni. Come riportato nel Piano strutturale di bilancio, l'esercizio di valutazione condotto dal Dipartimento delle Finanze ha determinato un miglioramento della *compliance*, espressa come riduzione della propensione al *tax*

⁵ L'aumento degli incassi da imposte dirette e da IRPEF sarebbe pari, rispettivamente, all'8,9% e al 7,7% al netto della componente dei versamenti in conto residui. I versamenti in conto residui ad aprile 2023 hanno registrato un aumento straordinario legato alle ritenute dei dipendenti statali. Ad aprile 2024, la voce è tornata su un valore più usuale, con una riduzione tendenziale di circa 2 miliardi (da 2,9 miliardi a 0,9 miliardi) che crea una distorsione nel confronto tra i due anni.

gap, pari a circa 9,7 miliardi con riferimento ai dati del 2021. Di questi, circa 2,2 miliardi sono considerati come maggiori entrate tributarie permanenti di competenza del 2024 dovuti a un miglioramento strutturale della *tax compliance*. Questo miglioramento dei dati di competenza si riflette, *mutatis mutandis*, anche nei dati di cassa.

In conclusione, la dinamica del fabbisogno risulta fortemente influenzata da fattori esogeni, mentre la tendenza di fondo rimane improntata su un sentiero di sostenibilità.

Sulla base dei dati di monitoraggio più recenti, le previsioni di finanza pubblica di autunno risultano sostanzialmente confermate. Il deficit è previsto scendere al 3,8% del PIL nell'anno in corso (dal 7,2% del PIL nel 2023) e continuare a ridursi fino a scendere sotto la soglia del 3% del PIL entro il 2026, un obiettivo che rimane assolutamente raggiungibile. Analogamente, in coerenza con l'obiettivo di salvaguardia della sostenibilità della finanza pubblica alla base del Piano strutturale di bilancio, si conferma la previsione per il rapporto debito/PIL, con il ritorno su un sentiero di progressiva discesa a partire dal 2027, anno in cui l'impatto dei crediti di imposta legati ai *bonus* edilizi tornerà in linea con la media storica.