

Focus Italia

Un DEF senza grandi sorprese

Il Governo ha approvato mercoledì 6 aprile in serata il DEF 2022, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte 2023-25. Le principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica (contenuto nella NADEF di fine settembre 2021) sono le seguenti:

- sono state riviste al ribasso le stime di crescita del PIL (nel quadro programmatico) a 3,1% nel 2022, 2,4% nel 2023 e 1,8% nel 2024 (da 4,7%, 2,8% e 1,9%, rispettivamente, dello scorso settembre); il PIL è visto a 1,5% nell'ultimo anno dell'orizzonte di previsione (2025); il nuovo profilo è circa in linea con la nostra previsione per quest'anno (3%), ma più ottimistico rispetto alle nostre attese per gli anni successivi (1,6% nel 2023-24 e 1% nel 2025);
- tuttavia, il meno favorevole scenario di crescita non si è tradotto in un peggioramento del quadro di finanza pubblica: anzi i tendenziali sono migliorati rispetto alle precedenti proiezioni, grazie soprattutto alla sorpresa positiva sui saldi vista nel 2021: il deficit in assenza di nuovi interventi governativi viaggia ora verso il 5,1% del PIL, contro un target di 5,6% stimato sei mesi fa (dopo che il consuntivo 2021 si era attestato a 7,2% contro il 9,4% atteso nella NADEF di fine settembre);
- di conseguenza, si è creato uno spazio per interventi fiscali espansivi, pur in un contesto di conferma dei precedenti target dell'indebitamento: in effetti, il Governo ha scelto di confermare il precedente profilo di rapporto deficit/PIL per tutto l'orizzonte (al 5,6% del PIL nel 2022, al 3,9% nel 2023 e al 3,3% nel 2024; il deficit è poi visto al 2,8% nel 2025), utilizzando la differenza rispetto ai deficit tendenziali per interventi espansivi, che valgono mezzo punto di PIL quest'anno, ma poi si riducono nei prossimi anni (due decimi sul 2023 e un decimo sul 2024);
- i nuovi interventi espansivi sul 2022 saranno dettagliati in un decreto entro aprile, e valgono 9,5 miliardi, di cui 4,5 miliardi per prorogare le misure contenute nel "DL bollette" e 5 miliardi per nuovi interventi per il contenimento dei prezzi energetici, la copertura dei maggiori costi delle opere pubbliche, l'aumento dei fondi per le garanzie sul credito e altre misure per le aziende e per l'assistenza dei profughi ucraini;
- in questo contesto, complice anche l'aumento del deflatore del PIL, tutto il profilo del rapporto debito/PIL è spostato verso il basso rispetto alle attese di sei mesi fa: il debito è visto ora in calo al 147% del PIL quest'anno, al 145,2% nel 2023 e al 143,4% nel 2024 (e a 141,4% nel 2025).

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro programmatico DEF 2022	2021	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita del PIL	6.6	3.1	2.4	1.8	1.5
Deficit (% PIL)	-7.2	-5.6	-3.9	-3.3	-2.8
Avanzo primario (% PIL)	-3.7	-2.1	-0.8	-0.3	0.2
Interessi passivi (% PIL)	3.5	3.5	3.1	3.0	3.0
Debito (% PIL)	150.8	147.0	145.2	143.4	141.4
Quadro tendenziale DEF 2022	2021	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita del PIL	6.6	2.9	2.3	1.8	1.5
Deficit (% PIL)	-7.2	-5.1	-3.7	-3.2	-2.7
Avanzo primario (% PIL)	-3.7	-1.6	-0.6	-0.2	0.2
Interessi passivi (% PIL)	3.5	3.5	3.1	3.0	3.0
Debito (% PIL)	150.8	146.8	145.0	143.2	141.2
Quadro programmatico NADEF 2021	2021	2022	2023	2024	2025
Tasso di crescita del PIL	6.0	4.7	2.8	1.9	
Deficit (% PIL)	-9.4	-5.6	-3.9	-3.3	
Avanzo primario (% PIL)	-6.0	-2.7	-1.2	-0.8	
Interessi passivi (% PIL)	3.4	2.9	2.7	2.5	
Debito (% PIL)	153.5	149.4	147.6	146.1	

Fonte: DEF 2022

Documento basato sulle informazioni disponibili al 7 aprile 2022

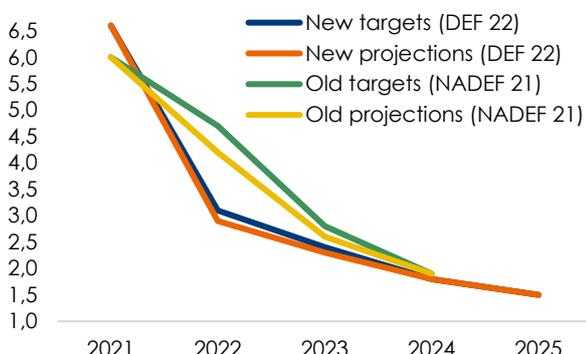
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

7 aprile 2022

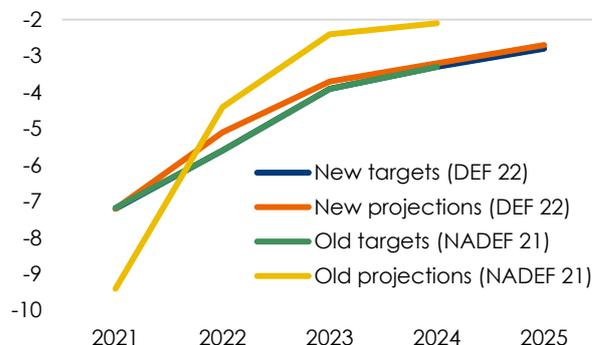
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

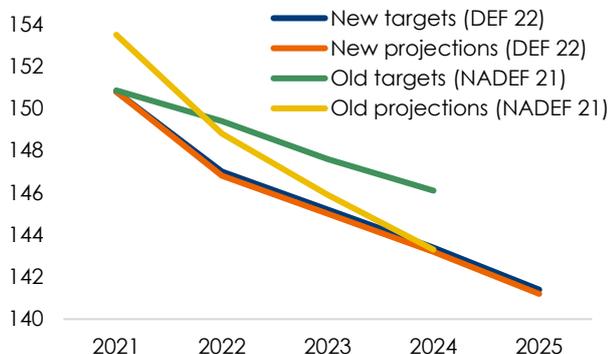
Paolo Mameli  
Economista - Italia

**Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2022 vs. NADEF 2021)**

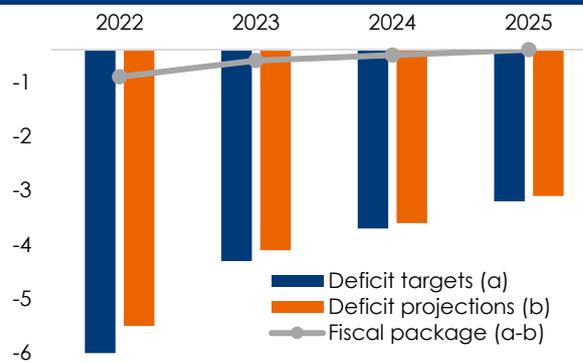
Fonte: DEF 2022

**Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2022 vs. NADEF 2021)**

Fonte: DEF 2022

**Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2022 vs. NADEF 2021)**

Fonte: NADEF 2021

**La manovra espansiva che il Governo intende approvare vale mezzo punto di PIL per quest'anno e pochi decimi sul 2023-24**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022

Lo scenario di crescita assunto dal Governo include una contrazione del PIL di -0,5% t/t nel primo trimestre, principalmente per effetto di un calo del valore aggiunto nell'industria, seguita da un recupero (sia pure più debole di quanto in precedenza stimato) nei mesi primaverili, guidato dai servizi. Il nostro profilo previsivo include una flessione meno pronunciata del PIL a inizio anno, seguita da un rimbalzo meno accentuato nel trimestre corrente. In ogni caso, lo scenario sia tendenziale che programmatico del Governo è circa in linea con la nostra stima sul PIL 2022 (3%). Viceversa, le previsioni del Governo sono più ottimistiche delle nostre per gli anni successivi: è il motivo per il quale **siamo più cauti sulle previsioni su deficit e debito rispetto al quadro programmatico del Governo dal 2023 in poi.**

Il Governo include nel DEF anche due **scenari di rischio**, nell'ipotesi di blocco delle esportazioni russe di gas e petrolio da aprile 2022 sino a tutto il 2023:

- nel caso in cui le forniture di gas fossero assicurate grazie ad un incremento delle importazioni dai gasdotti meridionali, a un maggior utilizzo di LNG e a un aumento, inizialmente modesto ma crescente nel tempo, della produzione nazionale, ne deriverebbe, principalmente attraverso il canale dell'aumento dei prezzi energetici, un **impatto sul PIL di -0,8% nel 2022 e -1,1% nel 2023 rispetto allo scenario base** (quindi, nelle stime del Governo, il PIL crescerebbe di 2,3% quest'anno e di 1,3% l'anno prossimo);
- viceversa, in uno scenario più severo, nel quale non tutte le azioni intraprese per diversificare gli approvvigionamenti di gas producano i risultati sperati (in Italia come negli altri Paesi UE), i rincari ancora più pronunciati dei prezzi e il razionamento dell'energia produrrebbero un

**Gli scenari alternativi implicano significativi rischi al ribasso sulla crescita**

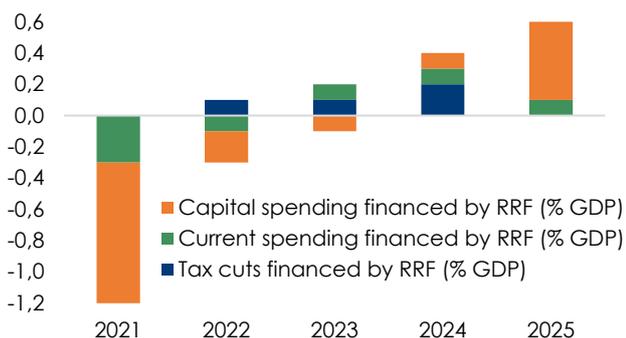
**impatto negativo sul PIL pari a -2,3% nel 2022 e -2,9% nel 2023**, in altri termini la crescita si attesterebbe ad appena 0,8% quest'anno e 0,5% nel 2023.

Nostre analoghe simulazioni, con ipotesi simili, danno come risultato, per l'anno in corso, un impatto, rispetto allo scenario base, di -0,7% (vs -0,8% del Governo) nello scenario meno estremo e di -2,9% (vs -2,3% stimato nel DEF) nello scenario più severo.

Il DEF incorpora anche un **più aggiornato profilo della pianificazione temporale degli interventi disposti dal Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza**, che sposta ulteriormente in avanti, come già era accaduto nella NADEF di sei mesi fa rispetto al DEF 2021, alcuni interventi originariamente previsti per gli anni precedenti. In particolare, i minori interventi rispetto a quanto programmato inizialmente (nel DEF dello scorso anno) valgono ben l'1,2% del PIL per il 2021 e due decimi in meno sia per il 2020 che per il 2022. Il saldo è sostanzialmente invariato per il 2023, mentre gli interventi si affollano maggiormente nel triennio 2024-26. Come già avevamo osservato in passato, si tratta a nostro avviso dell'ennesimo segnale del fatto che **gli interventi programmati nel PNRR possano essere soggetti a ritardi** e dunque incidere maggiormente sulla seconda parte dell'orizzonte di programmazione, piuttosto che sulla prima. Inoltre, la lievitazione dei costi per le opere pubbliche, sia pure verosimilmente mitigata da alcuni interventi annunciati dal Governo, aumenta i rischi non solo di ritardi ma anche di non piena attuazione degli interventi programmati, specie in tema di investimenti diretti (soprattutto a carico degli enti locali).

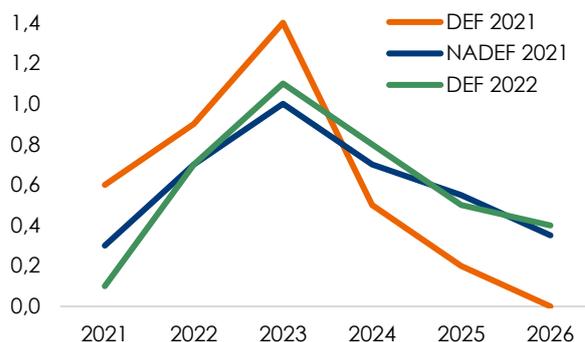
**Il profilo temporale della spesa finanziata da NGEU è ulteriormente rimodulato verso gli anni dal 2024 in poi**

**Scostamento tra gli interventi finanziati dal RRF previsti dal DEF 2022 a confronto con le previsioni iniziali contenute nel DEF 2021 (in % del PIL)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF e DEF 2021

**Interventi finanziati da sovvenzioni RRF previsti dal DEF 2022 a confronto con NADEF 2021 e DEF 2021 (in % del PIL)**



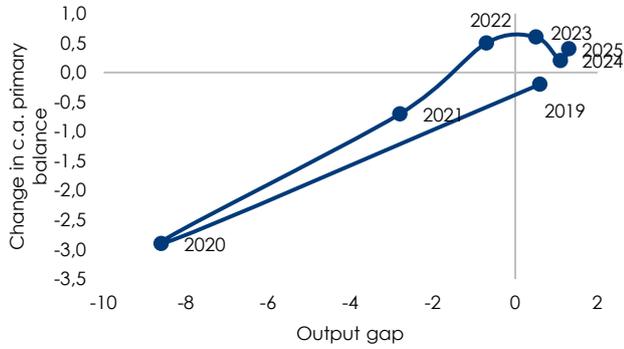
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022, NADEF 2021 e DEF 2021

Nel complesso, dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020, e quella, inferiore al previsto, del 2021, la politica fiscale è in via di "normalizzazione". Il Governo ha sfruttato gli spazi creati dal miglioramento dei tendenziali per rendere meno marcata la stretta "implicita" inclusa nell'evoluzione del saldo primario al netto del ciclo a partire da quest'anno. Gli interventi però appaiono poco ambiziosi: **sembra essere stata scelta la strada di mantenimento della disciplina fiscale, a discapito di quella del sostegno al ciclo**. Tuttavia, se si dovessero materializzare almeno in parte i rischi al ribasso sulla crescita impliciti negli scenari alternativi, nuovi interventi potrebbero essere necessari. In ogni caso, solo uno scenario recessivo sembra poter mettere a rischio il trend di graduale diminuzione di deficit e debito (in quest'ultimo caso, lo shock inflazionistico gonfia *ceteris paribus* il deflatore del PIL e di conseguenza il denominatore del rapporto debito/PIL, favorendo una sua graduale diminuzione). Nelle nostre simulazioni, a parità di deflatore del PIL, **solo una crescita del PIL reale inferiore all'1,8% farebbe salire il rapporto debito/PIL quest'anno** rispetto all'anno scorso (tuttavia, nel contesto attuale, uno shock simile si accompagnerebbe verosimilmente a una salita del deflatore, attenuando gli effetti sul rapporto debito/PIL); inoltre, solo un PIL in calo di almeno -0,6% sull'anno farebbe salire il rapporto deficit/PIL rispetto al livello del 2021. Tuttavia, come detto, **per via di previsioni meno ottimistiche sulla crescita del PIL dal**

**La politica fiscale va "normalizzandosi"**

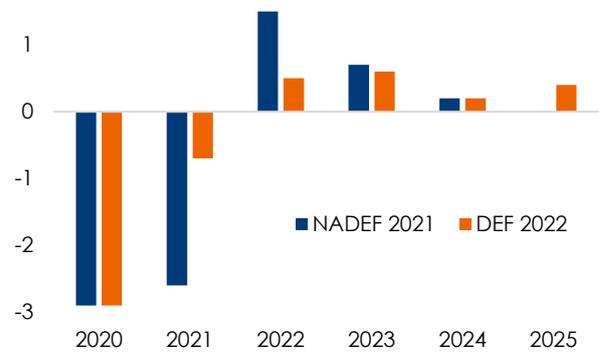
**2023 in poi, siamo più cauti sul percorso atteso dal Governo di riduzione di deficit e debito nei prossimi anni.**

**Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale è attesa normalizzarsi nei prossimi anni...**



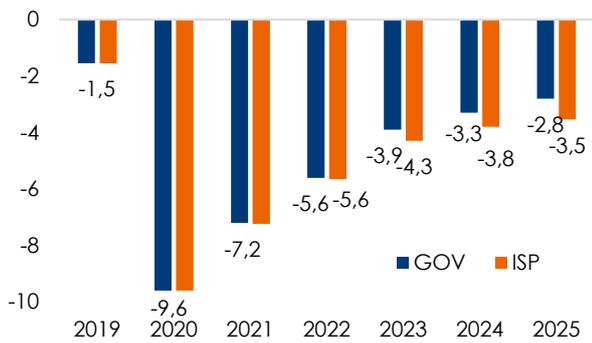
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022

**...ma la "stretta" implicita quest'anno sarà meno marcata rispetto a quanto previsto sei mesi fa**



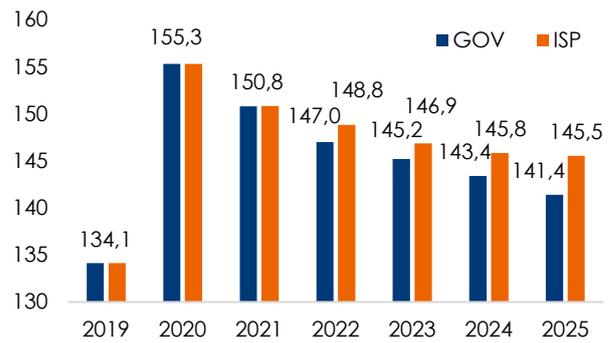
Nota: variazione del saldo primario corretto per il ciclo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati DEF 2022

**Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2022)

**Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2022)

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------