

Macro Rapid Response

DEF: il Governo conferma un approccio “prudente”

Il DEF approvato dal Governo italiano rivede al rialzo le stime di crescita del PIL per il 2023 e al ribasso quelle per il 2024 ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit e configura un calo del rapporto debito/PIL più rapido che in precedenza. È prevista una manovra espansiva pari a circa due decimi di PIL a valere su quest'anno (con un taglio ai contributi sociali sui lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi) e il prossimo.

Il Governo ha approvato ieri sera il **DEF 2023**, che delinea le nuove proiezioni e i nuovi obiettivi di finanza pubblica sull'orizzonte fino al 2026. Le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nella NADEF “rivista” di inizio novembre 2022) sono le seguenti:

- il nuovo quadro macroeconomico di riferimento contiene una **revisione al rialzo della stima sul PIL 2023**, da 0,6% a 0,9% tendenziale e 1% programmatico, e viceversa una limatura delle proiezioni di crescita per il 2024, da 1,9% a 1,5% programmatico (1,4% tendenziale); il PIL è visto poi a 1,3% nel 2025 e a 1,1% nel 2026;
- **il profilo atteso del deficit programmatico è stato confermato in linea con i precedenti obiettivi**, al 4,5% del PIL per quest'anno, al 3,7% nel 2024 e al 3% nel 2025; il disavanzo è atteso poi ridursi ulteriormente al 2,5% nel 2026;
- in sostanza, grazie a un **andamento migliore delle attese del deficit tendenziale** (visto a 4,35% quest'anno e 3,5% l'anno prossimo), mantenere i precedenti target sull'indebitamento netto (4,5% nel 2023 e 3,7% nel 2024) consente di liberare 3 miliardi quest'anno (lo 0,15% del PIL), che saranno utilizzati per un **nuovo intervento di taglio ai contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti** con redditi medio-bassi, che sarà in vigore nel periodo tra maggio e dicembre di quest'anno;
- anche per il 2024, il mantenimento dell'obiettivo del 3,7% sul deficit programmatico, dato un tendenziale al 3,5%, crea uno **“spazio di bilancio” per circa due decimi di PIL**, che “sarà destinato al Fondo per la riduzione della pressione fiscale, al finanziamento delle cosiddette ‘politiche invariate’ a partire dal 2024 e alla continuazione del taglio della pressione fiscale nel 2025-2026, e concorrerà a una significativa revisione della spesa pubblica e a una maggiore intesa tra fisco e contribuente” (in sostanza, sembra di poter dire che i provvedimenti espansivi potrebbero valere anche sul 2025-26, ma per quel biennio saranno coperti da adeguate misure di razionalizzazione della spesa);
- per effetto dei provvedimenti espansivi previsti, che agiranno prevalentemente dal lato delle entrate, **la pressione fiscale è attesa ridursi** dal 43,3% nel 2023 al 42,7% entro il 2026;
- 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 stime precedenti**: dopo il 144,4% del 2022, ci si attende ora un calo al 142,1% quest'anno e una riduzione più graduale negli anni successivi, fino al 140,4% nel 2026.

12 aprile 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

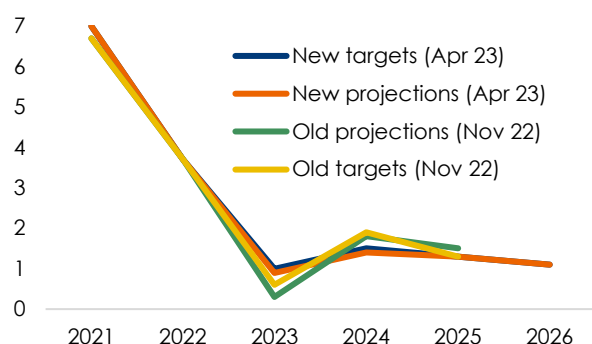
Paolo Mameli
Economista - Italia

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro programmatico DEF 2023	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	3.7	1.0	1.5	1.3	1.1
Deficit (% PIL)	-8.0	-4.5	-3.7	-3.0	-2.5
Avanzo primario (% PIL)	-3.6	-0.8	0.3	1.2	2.0
Interessi passivi (% PIL)	4.4	3.7	4.1	4.2	4.5
Debito (% PIL)	144.4	142.1	141.4	140.9	140.4
Quadro tendenziale DEF 2023	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	3.7	0.9	1.4	1.3	1.1
Deficit (% PIL)	-8.0	-4.4	-3.5	-3.0	-2.5
Avanzo primario (% PIL)	-3.6	-0.6	0.5	1.2	2.0
Interessi passivi (% PIL)	4.4	3.7	4.1	4.2	4.5
Debito (% PIL)	144.4	142.0	141.2	140.8	140.4
Quadro programmatico NADEF 2022 "rivista"	2022	2023	2024	2025	
Tasso di crescita del PIL	3.7	0.6	1.9	1.3	
Deficit (% PIL)	-5.6	-4.5	-3.7	-3.0	
Avanzo primario (% PIL)	-1.5	-0.4	0.2	1.1	
Interessi passivi (% PIL)	4.1	4.1	3.9	4.1	
Debito (% PIL)	145.7	144.6	142.3	141.2	

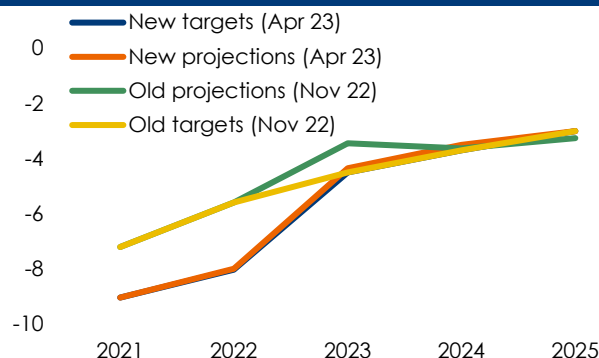
Fonte: Governo italiano

Tasso di crescita % del PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



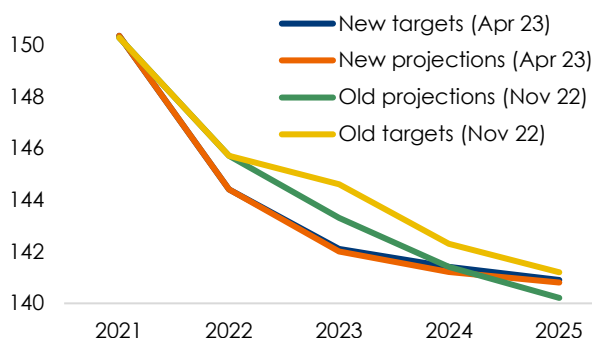
Fonte: Governo italiano

Rapporto deficit/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



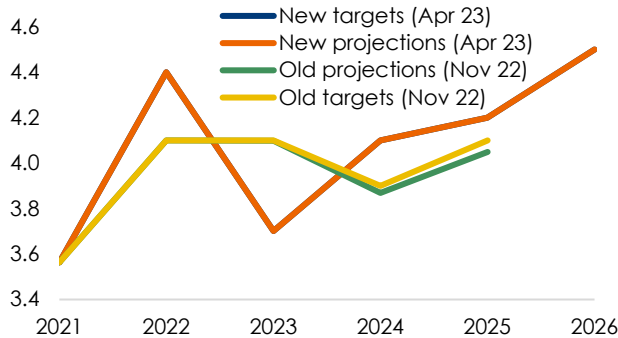
Fonte: Governo italiano

Rapporto debito/PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



Fonte: Governo italiano

Spesa per interessi passivi in % del /PIL: scenario programmatico e tendenziale (DEF 2023 vs. NADEF 2022 "rivista")



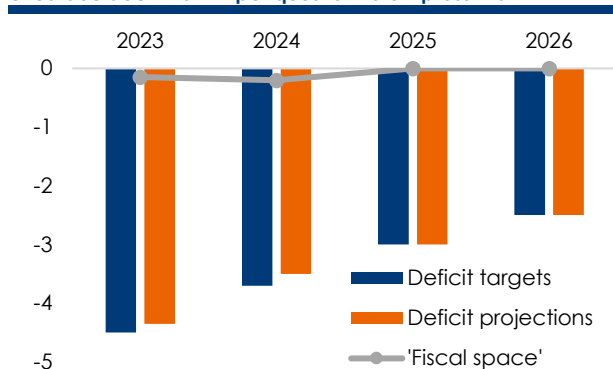
Fonte: Governo italiano

L'andamento migliore delle attese del deficit tendenziale appare dovuto ai **risparmi sulle misure approvate a più riprese per contrastare la crisi energetica**, che, vista l'evoluzione ben più favorevole del previsto dei prezzi dell'energia, hanno registrato un'adesione inferiore a quella stimata ex ante: anzi, i risparmi potrebbero essere di entità anche superiore ai quasi 5 miliardi che

il Governo ha già destinato a un parziale rinnovo delle misure contro il caro-energia con il DL 34/2023 approvato in CdM lo scorso 28 marzo (che derivavano dal minor utilizzo delle risorse stanziato in manovra per i crediti di imposta nel 1° trimestre del 2023), e che pertanto dovrebbero essere già incorporati nel quadro tendenziale. Tali "risparmi", assieme al miglioramento della stima sul PIL per l'anno in corso, spiegano l'andamento migliore del previsto del deficit tendenziale quest'anno. Parte dei progressi però sembra di poter dire sia "strutturale", come visibile dal fatto che **nel 2024 l'andamento tendenziale del disavanzo è migliore del previsto** (sia pure di soli due decimi) **nonostante la revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL**.

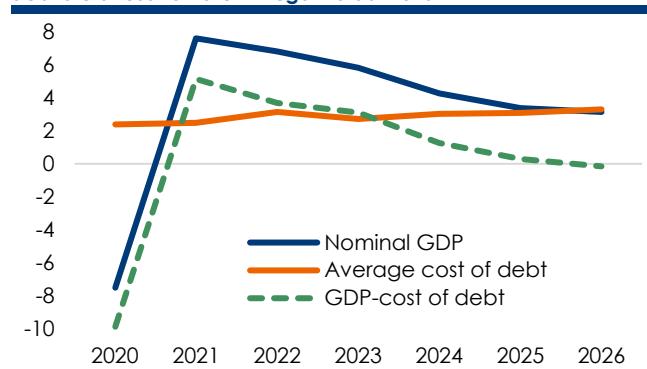
La spesa per interessi passivi in % del PIL è stata rivista al rialzo per il 2022, quando tocca un picco a 4,4% per effetto dei maggiori interessi pagati sui titoli indicizzati all'inflazione, **e viceversa è stata limata al ribasso per l'anno in corso**; torna invece a salire più di quanto stimato in precedenza nei due anni successivi, per arrivare a superare il precedente picco nel 2026, a 4,5%. A nostro avviso, restano rischi al rialzo sulla spesa per interessi per l'anno in corso. Tuttavia, dato il ritardo con cui i maggiori costi di emissione si riflettono sul costo medio del debito, e complice anche una crescita del PIL nominale ancora superiore alla media storica dell'ultimo ventennio, **la differenza tra il tasso di crescita del PIL a prezzi correnti e il costo del servizio del debito** (un indicatore cruciale per la sostenibilità del debito) **è attesa tornare in territorio negativo solo dal 2026**.

La manovra espansiva che il Governo intende approvare vale circa due decimi di PIL per quest'anno e il prossimo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

La differenza tra crescita del PIL nominale e costo medio del debito è attesa tornare in negativo dal 2026



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano

Più in generale, **i dati sul fabbisogno del settore statale relativi ai primi tre mesi di quest'anno evidenziano un andamento ben peggiore rispetto a quello degli anni precedenti** (il fabbisogno cumulato del periodo gennaio-marzo è pari a circa 54 miliardi, in aumento di quasi 24 miliardi ovvero circa l'1,2% del PIL rispetto al corrispondente periodo del 2022), e suggeriscono pertanto rischi al rialzo su deficit (almeno in termini di cassa) e debito 2023, anche se il peggioramento dei saldi di cassa, come notato dalla Banca d'Italia nel Bollettino Economico diffuso lo scorso 7 aprile, potrebbe essere dovuto in buona parte a fattori straordinari ed effetti di calendario.

Nel complesso, in virtù di stime più caute sulla crescita del PIL e del deflatore, nonché di proiezioni lievemente meno favorevoli sulla spesa per interessi, **pensiamo che il sentiero di riduzione del deficit e del debito nei prossimi anni possa essere più lento di quanto stima il Governo** nel DEF.

L'altra incognita, guardando soprattutto alle manovre finanziarie che ci si può attendere per i prossimi anni, è la seguente: il miglioramento del saldo strutturale che il Governo include nel quadro programmatico (+0,9% sul 2024 e circa mezzo punto l'anno nel 2025-26), e soprattutto la riduzione proposta del debito (-0,7 punti percentuali nel 2024, mezzo punto l'anno nel 2025-26) saranno coerenti con il **venir meno della clausola di salvaguardia generale del Patto di Stabilità e Crescita** a valere già dal budget 2024 che dovrà essere predisposto il prossimo autunno, in vigenza delle regole fiscali che sono al momento in discussione e che, agendo principalmente

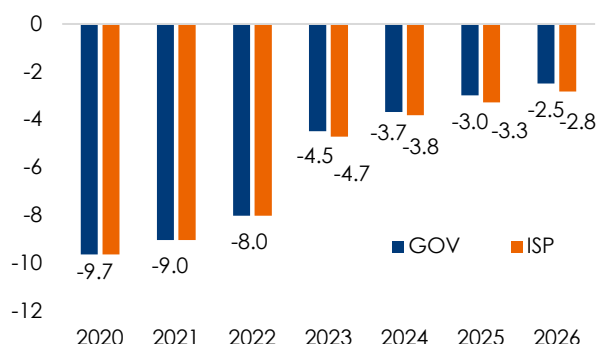
sulla spesa corrente, dovrebbero comunque assicurare un taglio adeguato del rapporto debito/PIL? In base alle proposte che sinora sono state presentate sulla riforma del quadro di governance fiscale nella Ue, sembrano sussistere dei **dubbi circa il fatto che un sentiero di discesa così "dolce" del debito possa configurare una compliance del nuovo quadro regolatorio**; in tal caso, potrebbe essere necessaria una correzione in sede di manovra di bilancio.

Al momento in cui scriviamo, non è ancora stato diffuso il Documento di Economia e Finanza nella sua forma completa, e **non sono disponibili aggiornamenti in merito a due elementi cruciali** per lo scenario di finanza pubblica nel 2023 e negli anni a venire:

- **l'effetto della nuova contabilizzazione dei crediti fiscali** legati ai bonus edilizi sul deficit di cassa e di competenza nel 2023 e negli anni successivi rispetto alle precedenti stime: come noto, la riclassificazione dei crediti fiscali ha gonfiato il deficit di competenza nel 2021 e 2022, e dovrebbe avere *ceteris paribus* anche un residuo effetto sfavorevole sul 2023 (sia pur molto minore che nel biennio passato, visto che le modiche normative decise dal CdM del 17 febbraio hanno sospeso la trasferibilità dei crediti stessi), per poi invece avere un impatto migliorativo sul disavanzo a partire dal 2024;
- **l'aggiornamento circa la ripartizione temporale della spesa finanziata dai fondi Next Gen EU**: le proiezioni di spesa attivata dal PNRR con le risorse della Recovery and Resilience Facility contenute nella NADEF predisposta dal Governo Draghi a fine settembre quantificavano in 40,9 miliardi la spesa attesa nel 2023 (+25,9 mld rispetto al 2022), con un impatto sulla crescita del PIL pari a circa 0,9%; le recenti evidenze di ritardi nella spesa effettiva, certificati anche dalla "Relazione sullo stato di attuazione del PNRR" presentata dalla Corte dei Conti lo scorso 28 marzo, suggerirebbero di incorporare nel quadro macroeconomico di riferimento previsioni più prudentziali; d'altronde, è possibile che non vengano forniti aggiornamenti ufficiali in merito allo stato, visto che sono in corso le interlocuzioni con le istituzioni europee per la revisione e la rimodulazione di alcuni degli interventi previsti dal PNRR, oltre che l'elaborazione dei progetti relativi a RePowerEU (che devono essere presentati entro il 30 aprile).

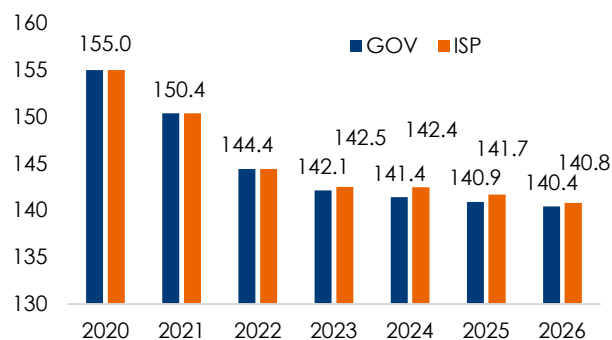
In ogni caso, **il Governo sembra confermare un approccio assai prudente in tema di finanza pubblica**, non rinunciando a pacchetti fiscali di supporto alla domanda ma solo se compatibili con il mantenimento dei precedenti obiettivi sull'indebitamento netto.

Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2023)

Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e target governativi



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, quadro programmatico Governo italiano (DEF 2023)

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 S.p.A.-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 S.p.A. 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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Giovanna Mossetti

Andrea Volpi

Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

simone.zava@intesasnpaolo.com