

## Macro Rapid Response

### Italia: deficit al 4,3%, manovra da 14 miliardi nel 2024

La sorpresa della NADEF è il **miglioramento del deficit tendenziale 2024**. Su tale quadro, il governo intende approvare una **manovra espansiva da sette decimi di PIL**, che porta il deficit 2024 al 4,3% ma potrebbe mettere a rischio la traiettoria di discesa del debito.

Il Consiglio dei Ministri ha approvato ieri sera la **Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza** che delinea lo scenario a legislazione vigente e gli obiettivi programmatici di finanza pubblica per il triennio 2024-2026. Le principali novità, rispetto al DEF dello scorso aprile, sono le seguenti:

- come atteso, la NADEF incorpora una **revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL**, a 0,8% da 1% precedente sul 2023 e a 1% (nel quadro tendenziale) da 1,5% di aprile sul 2024; la crescita del PIL è poi vista all'1,4% nel 2025 e all'1% nel 2026;
- **il deficit tendenziale 2023 è stato rivisto a 5,2% da un precedente 4,5% per effetto della contabilizzazione del Superbonus**, che dovrebbe aver pesato per oltre 20 miliardi ovvero circa un punto di PIL in più di quanto previsto ad aprile (pertanto, al netto del Superbonus il deficit tendenziale 2023 sarebbe più basso di tre decimi di quanto previsto in precedenza, attorno a 4,2%);
- soprattutto, a sorpresa, **il deficit tendenziale per il 2024 è rivisto a sorpresa al ribasso a 3,6%** dal 3,7% atteso sei mesi fa, **nonostante mezzo punto in meno di crescita del PIL e una spesa per interessi più alta** (78,4 miliardi dai 75,6 stimati ad aprile, oltre un decimo di PIL in più);
- **il nuovo quadro programmatico vede un disavanzo al 5,3% nel 2023, al 4,3% nel 2024**, al 3,6% nel 2025 e al 2,9% nel 2026;
- la differenza tra deficit tendenziale e programmatico implica una **manovra espansiva netta** da un decimo di PIL quest'anno (che consiste nel pacchetto annunciato qualche giorno fa da 1,6 miliardi di nuove misure contro il caro-energia) e **che vale ben lo 0,7% del PIL (oltre 14 miliardi) l'anno prossimo** (e poi circa due decimi di PIL ovvero 4 miliardi nel 2025; la prima stretta è prevista per il 2026);
- la Legge di Bilancio 2024 (che dovrebbe valere 20-25 miliardi lordi) sarà imperniata sulle seguenti misure: **conferma del taglio al cuneo fiscale (che da sola dovrebbe valere oltre 10 miliardi ovvero circa metà della manovra)**, prima fase della riforma fiscale, sostegno alle famiglie a basso reddito e rinnovi contrattuali nel pubblico impiego (oltre al rifinanziamento delle politiche invariate); **tra le coperture, l'unico dettaglio fornito dal ministro dell'Economia ha indicato 2 miliardi derivanti da tagli di spesa**;
- per effetto della manovra, **la crescita del PIL l'anno prossimo è attesa nel quadro programmatico all'1,2%** contro l'1% del quadro a legislazione vigente (in altri termini, il budget 2024 è atteso avere un effetto espansivo di due decimi);
- i numeri sul rapporto debito/PIL sono rivisti al ribasso rispetto al DEF per effetto della revisione al rialzo delle stime sul PIL nominale comunicata dall'Istat la settimana scorsa, **ma il calo del debito nel 2024 rispetto al 2023 sarà di appena un decimo** (al 140,1% del PIL);
- anche **la discesa del debito prevista per gli anni prossimi è limitata** (obiettivo: 139,6% nel 2026, ovvero solo sei decimi in meno rispetto al 2023), e poggia su un **obiettivo di privatizzazioni per l'1% del PIL** (ovvero, al netto delle privatizzazioni il debito salirebbe di quattro decimi nel prossimo triennio); secondo il Ministro dell'Economia, la discesa del debito senza il Superbonus sarebbe stata pari a un punto percentuale circa all'anno.

Al momento in cui scriviamo, non è ancora stato pubblicato il testo completo della NADEF 2023. **La nostra valutazione preliminare è la seguente:**

28 settembre 2023

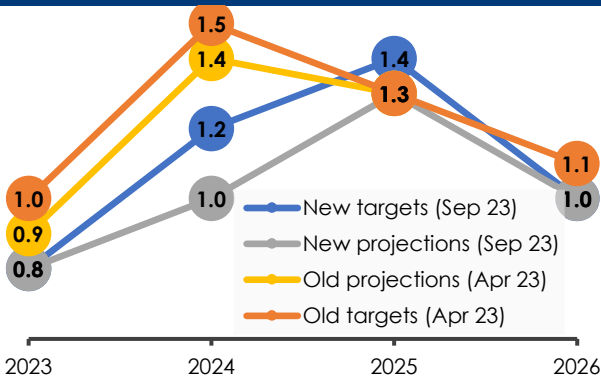
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista - Italia

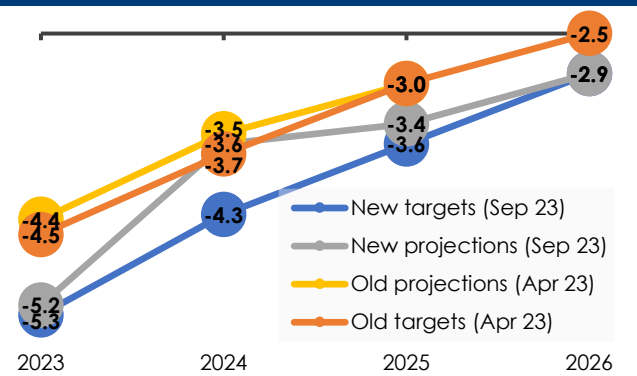
- **le stime di crescita del PIL per il 2024-26 appaiono ottimistiche** (per il 2024: 1,2% contro il nostro 1%, soggetto a nostro avviso a rischi al ribasso, lo 0,8% della Commissione Ue e lo 0,7% di consenso); l'impatto stimato della manovra sul PIL 2024 a prima vista può apparire modesto (il moltiplicatore è di appena 0,3), ma a nostro avviso è anzi soggetto a rischi al ribasso, perché in gran parte la Legge di Bilancio dovrebbe consistere nel rinnovo di misure già esistenti; probabilmente, **il Governo punta a una vistosa accelerazione nei flussi di spesa effettiva finanziati dal PNRR** a partire dal 2024, ma al momento non sono note le ipotesi ufficiali dell'esecutivo in merito alla ripartizione temporale dei flussi di spesa effettiva nel 2023-26;
- **il deficit tendenziale sia nel 2023 (al netto dell'effetto-Superbonus) che nel 2024 è risultato migliore del previsto nonostante una minore crescita e una più alta spesa per interessi**; ciò appare poco coerente con l'andamento del fabbisogno del settore statale nei primi 8 mesi dell'anno (per quanto esso sia meno correlato al deficit che in passato), e probabilmente è dovuto ai risparmi sulle misure approvate in risposta alla crisi energetica (viceversa, sembra di poter dire che la spesa per pensioni sia stata superiore al previsto);
- **l'obiettivo su proventi da privatizzazioni pari all'1% del PIL nel triennio 2024-26 appare ambizioso**, visto che analoghi target assunti in passato si sono dimostrati assai difficili da realizzare;
- non vi è al momento chiarezza sulle coperture che serviranno a finanziare la manovra (serviranno 6-11 miliardi), e **lo stesso obiettivo indicato di 2 miliardi di tagli di spesa** (rispetto ai 300 milioni attesi in precedenza) **pare ambizioso**, visto che al momento non risulta sia stato avviato un processo strutturale di "spending review";
- **più che gli obiettivi sul deficit di competenza, saranno assai rilevanti le stime governative in merito all'evoluzione del fabbisogno di cassa della PA**, che già nel DEF superavano abbondantemente i 100 miliardi nel 2024, e che nel nuovo quadro programmatico potrebbero anzi mostrare una salita l'anno prossimo rispetto a quest'anno (quando il fabbisogno della PA è atteso attestarsi attorno a 120 miliardi);
- **sul fabbisogno, e sul debito, dei prossimi anni, peseranno ancora gli effetti del Superbonus**: l'assunzione governativa è che 80 miliardi di crediti d'imposta possano "scaricarsi" sul debito nel 2024-27, ma i rischi rispetto a queste ipotesi sembrano verso l'alto;
- il governo asserisce che il nuovo quadro programmatico di finanza pubblica è in linea "con quello che si ritiene sarà il futuro assetto delle regole di bilancio dell'Unione Europea", ma non chiarisce se sia *compliant* con il "vecchio" quadro regolatorio, che tornerebbe in vigore qualora non fosse raggiunto un accordo in tema di riforma della governance entro fine anno; al momento non sono state diffuse le stime governative sulla finanza pubblica corretta per il ciclo, ma a nostro avviso **è dubbio che il quadro programmatico prospettato dall'esecutivo configuri un miglioramento del saldo strutturale l'anno prossimo di almeno 0,6%** (la principale regola fiscale del "vecchio" quadro regolatorio).

**Tasso di crescita % del PIL reale: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)**



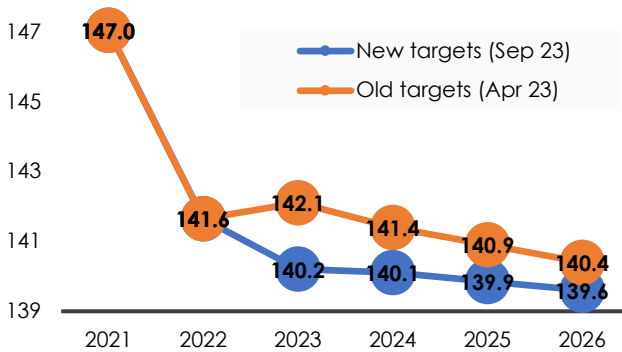
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

**Saldo di bilancio in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)**



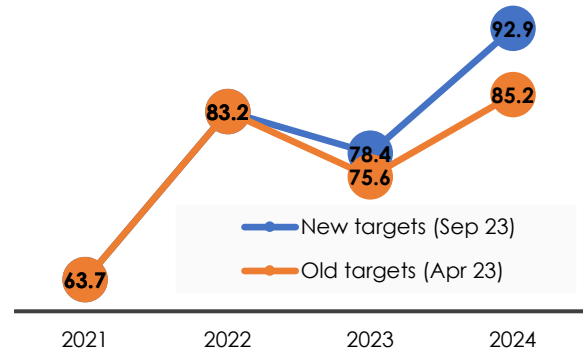
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

**Debito pubblico in % del PIL: scenari governativi recenti**



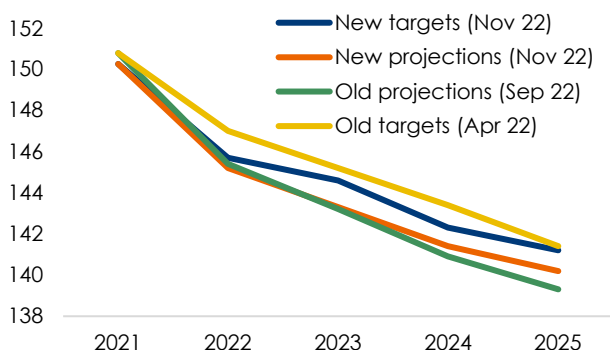
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

**Spesa per interessi in miliardi: scenari governativi recenti**



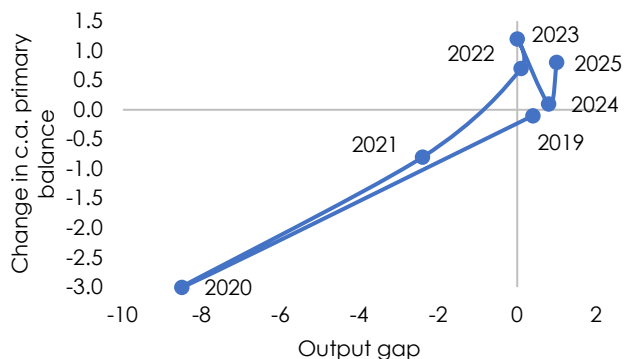
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo italiano e fonti di stampa

**Debito pubblico in % del PIL: scenari governativi recenti (programmatici e tendenziali)**



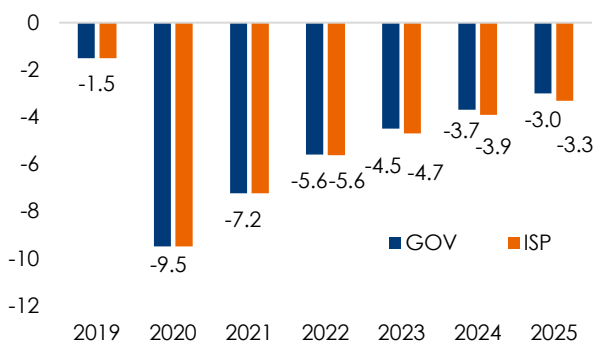
Fonte: NADEF 2022

**Dopo l'ampia espansione anticiclica del 2020-21, la politica fiscale va "normalizzandosi"**



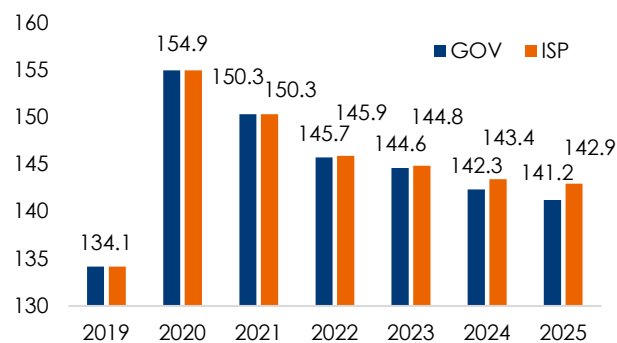
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati NADEF 2022

**Deficit pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2022

**Debito pubblico in % del PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e obiettivi governativi**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 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 S.p.A., 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)  
Aniello Dell'Anno  
Andrea Volpi  
Simone Zava

paolo.mameli@intesasanpaolo.com  
aniello.dellanno@intesasanpaolo.com  
andrea.volpi@intesasanpaolo.com  
simone.zava@intesasanpaolo.com

#### International Research Network

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com