

INTESA  SANPAOLO

Il quadro economico e la guerra israelo-palestinese

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

25 ottobre 2023

1 La situazione economica internazionale

2 La guerra in Israele

3 L'economia italiana

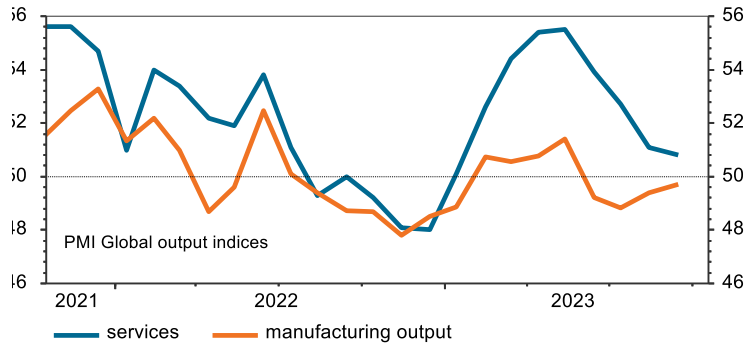
4 La politica fiscale italiana

Il quadro macroeconomico

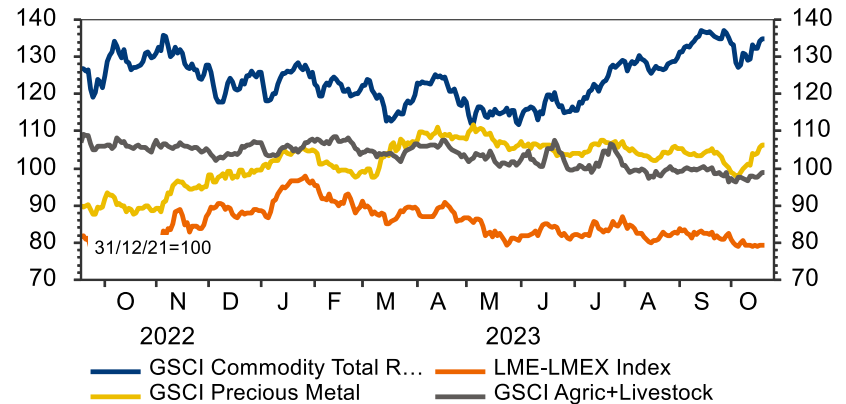
- **Scenario 2024:** molte incertezze di natura geopolitica con rischi asimmetrici (prevalentemente al ribasso); crescita globale simile a quella del 2023. Dinamica del commercio internazionale tuttora molto debole.
- **Dati economici ancora deludenti in Europa e Cina**, anche se meno che a inizio estate, e **migliori del previsto negli Stati Uniti**.
- L'**inflazione complessiva continuerà a calare nei prossimi mesi**, trasferendosi poi, con gradualità, anche all'**inflazione core**, ancora elevata rispetto agli obiettivi delle banche centrali. Il costo dell'energia in rialzo torna a essere un fattore di rischio.
- **La fase di aumento dei tassi dovrebbe essere sostanzialmente conclusa**; resta il **rischio residuo di un ultimo ritocco** nel caso di una dinamica sfavorevole dei dati. Proseguirà la riduzione dei portafogli titoli e il drenaggio dell'eccesso di riserve.
- Il rischio di mancare l'obiettivo di inflazione anche nel 2025 manterrà le **politiche monetarie restrittive più a lungo**.
- **Guerra israelo-palestinese:** effetti poco rilevanti negli scenari più probabili. Negli scenari di rischio, forti impatti sull'Eurozona tramite costo dell'energia e appetito per il rischio, con implicazioni incerte per la politica monetaria e negative per il debito.

L'andamento dei dati è ancora debole

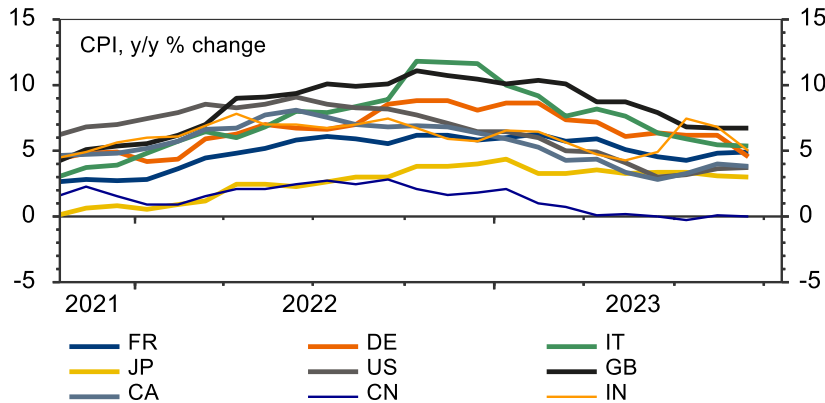
PMI: indici globali di attività in flessione, ora anche nei servizi



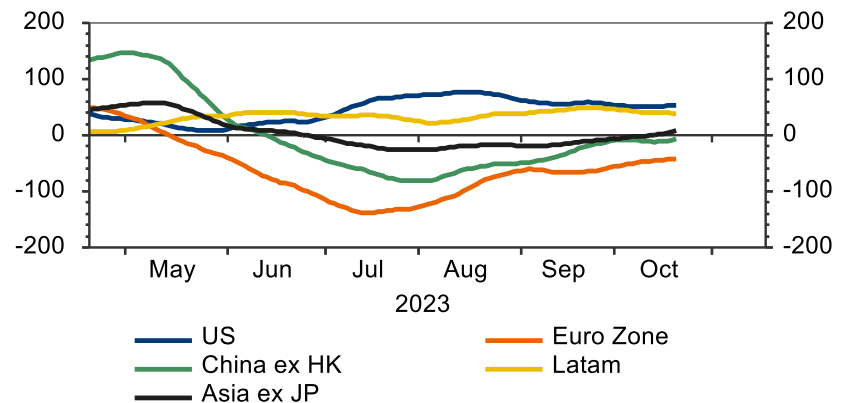
Prezzi delle materie prime frenati dalle prospettive di bassa crescita della domanda aggregata



Inflazione: dispersione molto ampia, calo ben avviato ovunque (tranne che in Giappone)



I dati economici deludono in Europa e Cina (indici di sorpresa economica CESI)



Fonte: S&P Global, Refinitiv Datastream, uffici nazionali di statistica

Le proiezioni di crescita per area geografica

Variazione media annua del PIL

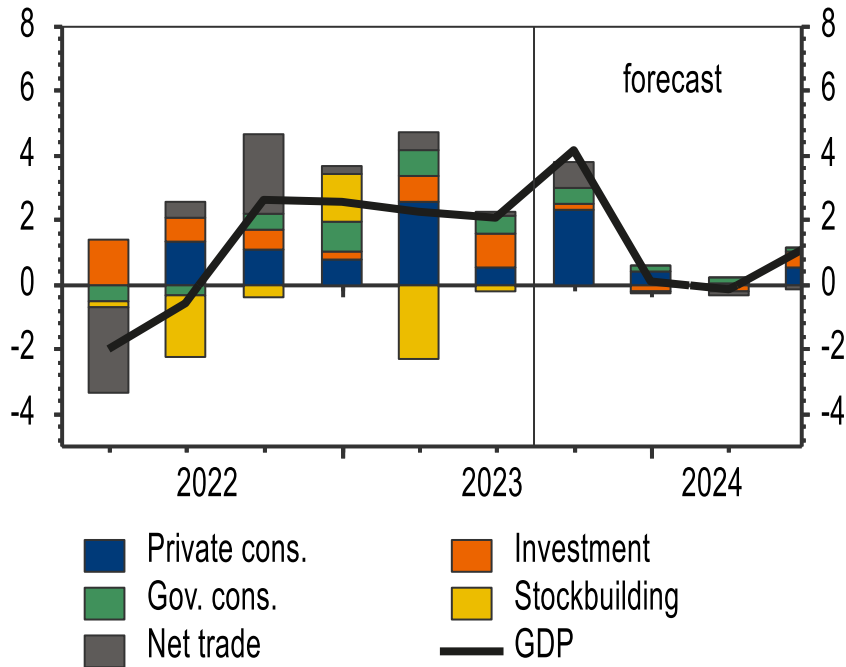
	2020	2021	2022	2023p	2024p
Stati Uniti	-2.2	5.8	1.9	2.2	1.2
Area Euro	-6.2	5.9	3.4	0.5	0.7
Germania	-4.2	3.1	1.9	-0.3	0.8
Francia	-7.7	6.4	2.5	0.8	0.8
Italia	-9.0	8.3	3.9	1.0	1.0
Spagna	-11.3	5.5	5.5	2.3	1.2
OPEC	-5.4	4.1	5.7	1.7	2.9
Europa orientale	-2.6	5.3	0.0	2.6	2.7
Turchia	1.9	11.4	5.6	2.6	1.4
Russia	-2.7	4.7	-2.1	2.2	2.5
America Latina	-6.1	7.8	4.0	2.1	1.9
Brasile	-3.3	5.0	2.9	2.5	1.4
Giappone	-4.3	2.3	1.0	1.5	0.8
Cina	2.2	8.5	3.0	5.2	4.7
India	-6.0	8.9	6.7	6.4	5.8
Mondo	-3.3	6.2	3.1	2.5	2.2

Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa Orientale, America Latina, Mondo.
 Variazione del PIL a prezzi costanti.

Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Analysis

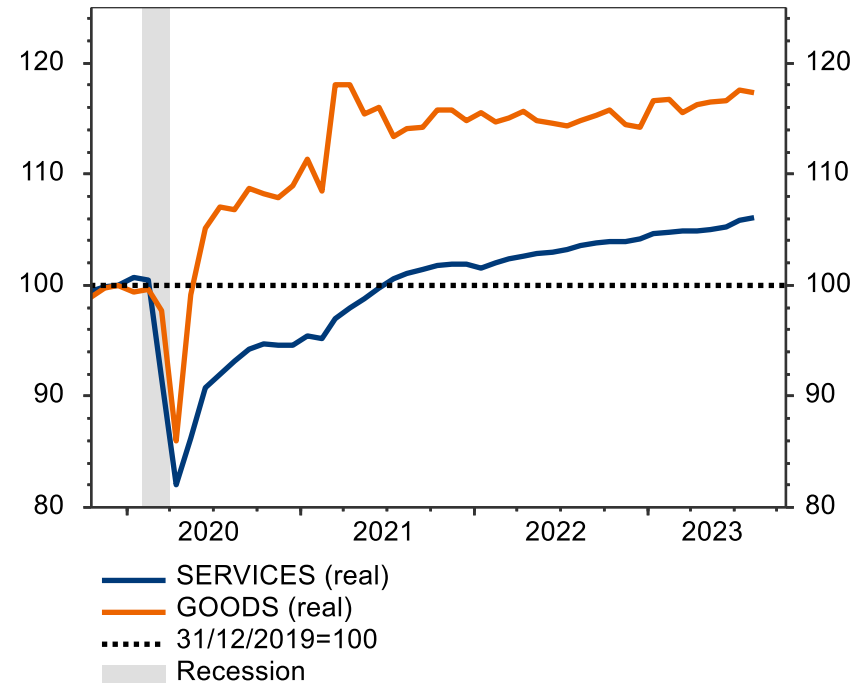
Stati Uniti: la recessione che non arriva mai

PIL: il punto di minimo del ciclo è atteso a cavallo d'anno, con una quasi-stagnazione...



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

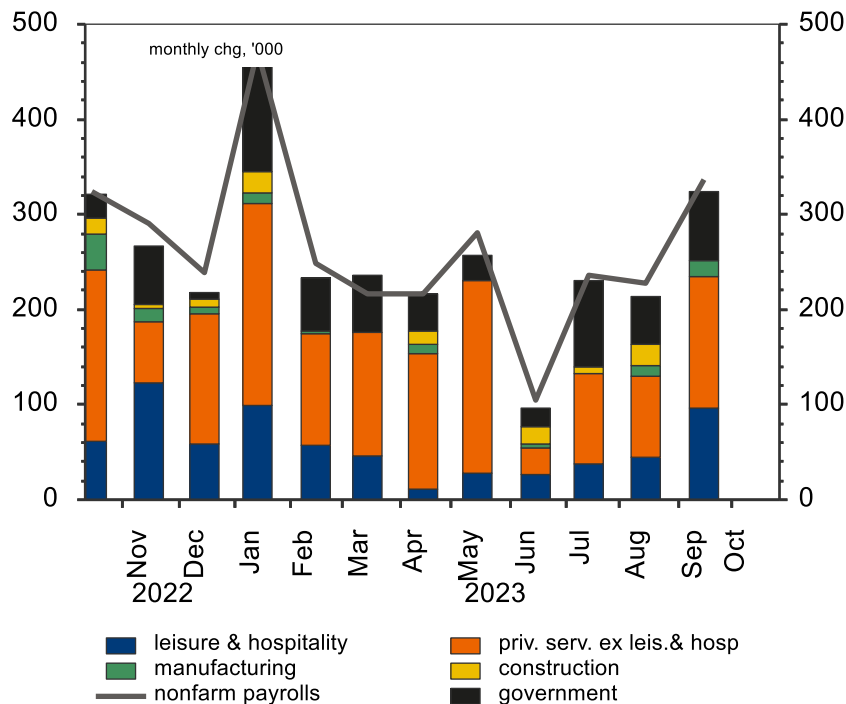
...ma l'economia per ora rimane sostenuta dai consumi (sia di beni che di servizi)



Fonte: BEA, elaborazioni Intesa Sanpaolo

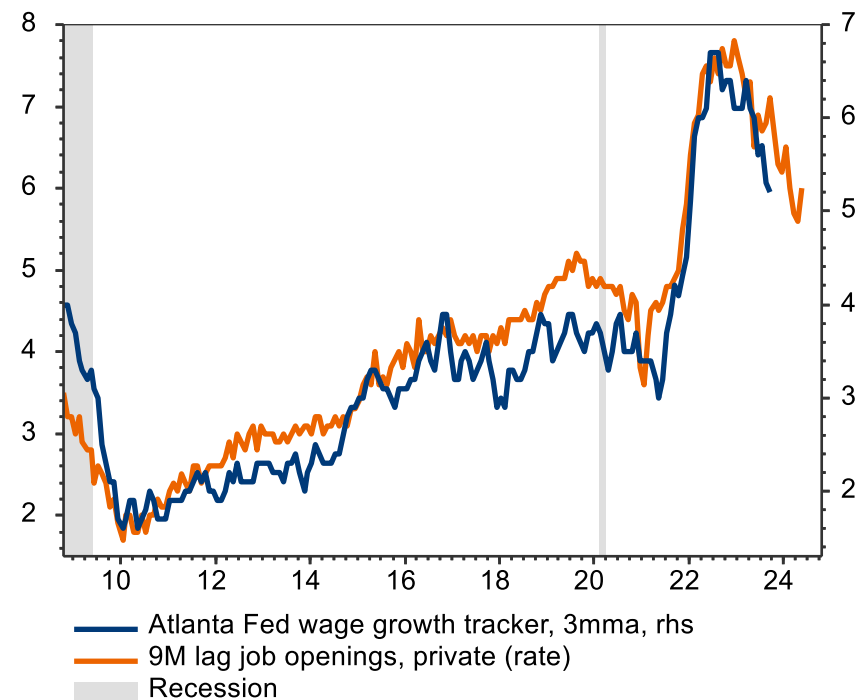
Il mercato del lavoro resta robusto

La crescita degli occupati ha toccato un minimo a giugno, poi è risalita



Fonte: BLS

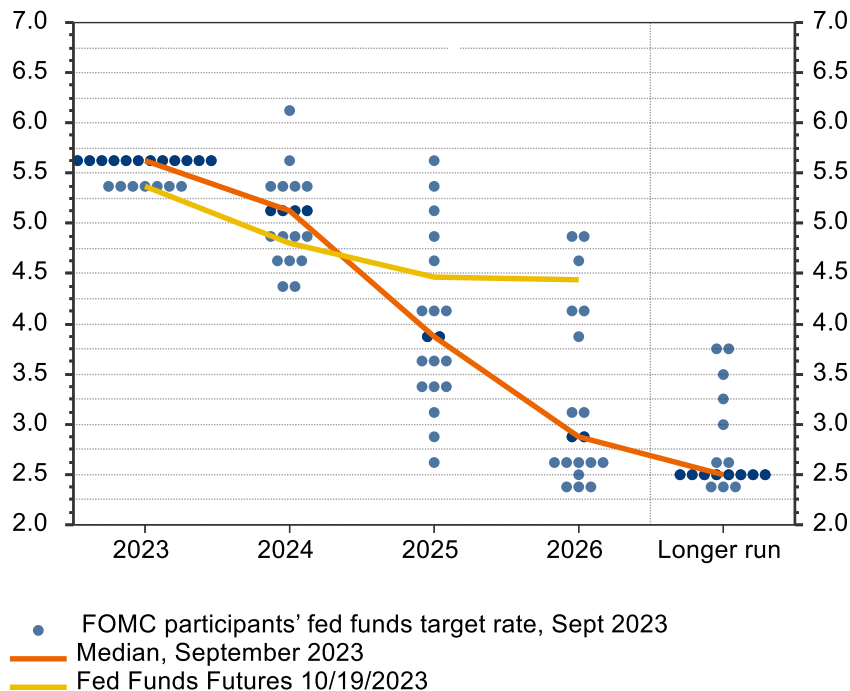
Posizioni aperte e salari decelerano ma restano su ritmi ancora elevati



Fonte: BLS

Fed a fine corsa, ma i tassi resteranno alti più a lungo

Grafico dot plot alla riunione di settembre



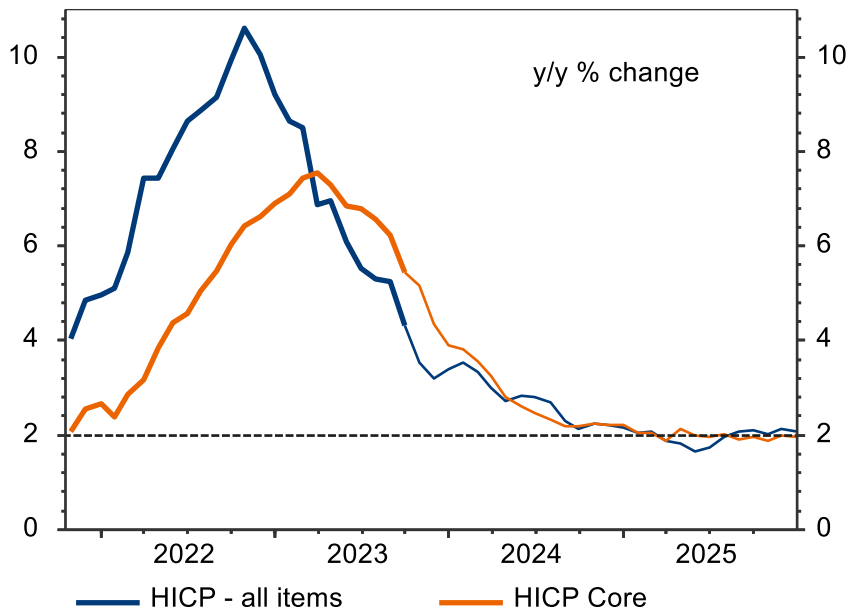
Fonte: Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream.

- A settembre, il FOMC aveva interrotto i rialzi, mantenendo l'opzione per un ultimo intervento entro fine 2023.
- Sulla scia di previsioni di crescita e disoccupazione, meno ottimistiche di quelle della Fed, **pensiamo che il picco sui tassi sia stato raggiunto**, anche se attribuiamo a un nuovo rialzo una probabilità vicina al 50%.
- **Abbiamo spostato in avanti, a settembre 2024, il momento di svolta sui tassi. Prevediamo i fed funds a 5% a fine 2024 e al 4,50% a fine 2025.**

Eurozona: prosegue il calo dell'inflazione, in un contesto non privo di insidie

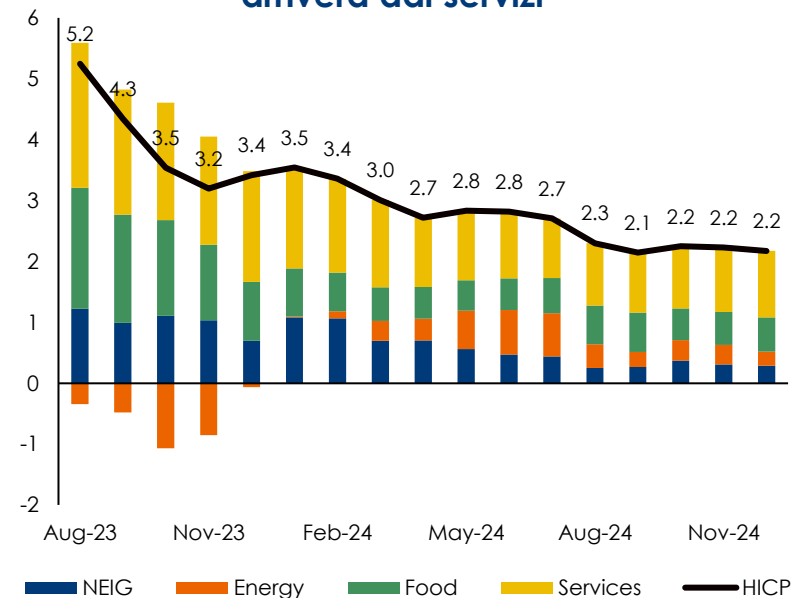
L'inflazione potrebbe attestarsi al 3,4% a dicembre, continuare a scendere al 2,2% a fine 2024 e oscillare intorno alla soglia del 2% da inizio 2025. **Inflazione core attesa passare dal 3,9% di fine 2023 al 2,2% di dicembre 2024**, per poi stabilizzarsi intorno alla soglia del 2% dal 2° trimestre 2025.

Inflazione headline vs. inflazione al netto di energia e alimentari non lavorati



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

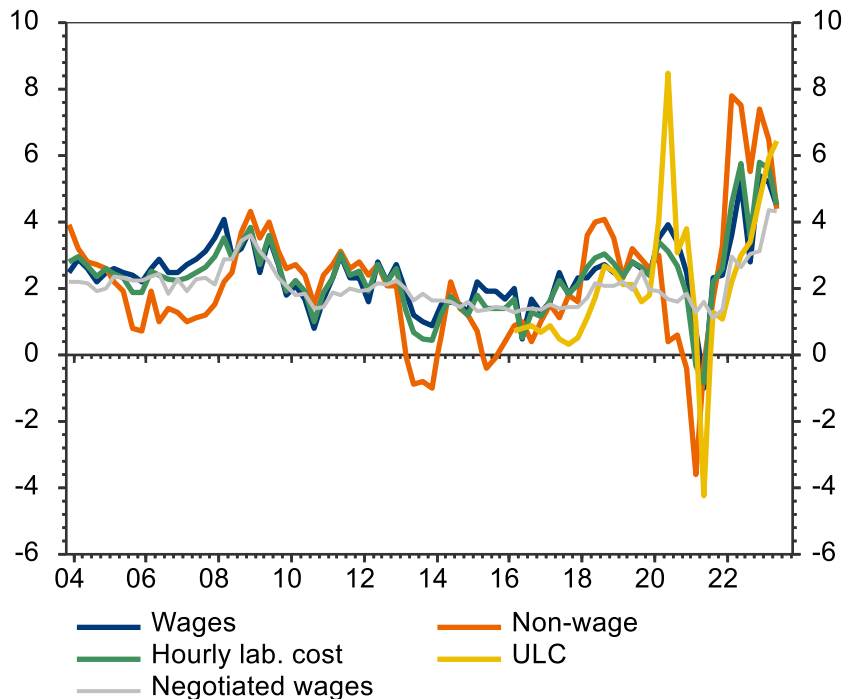
Il principale contributo all'inflazione arriverà dai servizi



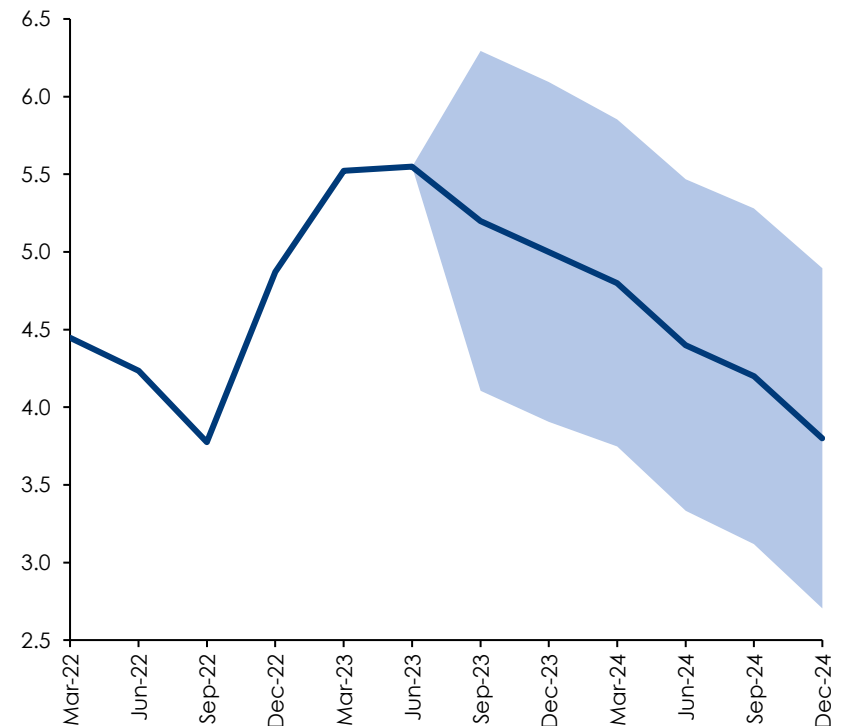
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Crescita dei salari in rallentamento ma superiore alla media di lungo periodo

La dinamica salariale dovrebbe aver superato il picco...



...come segnalato dal nostro modello di previsione sulla crescita a/a dei salari

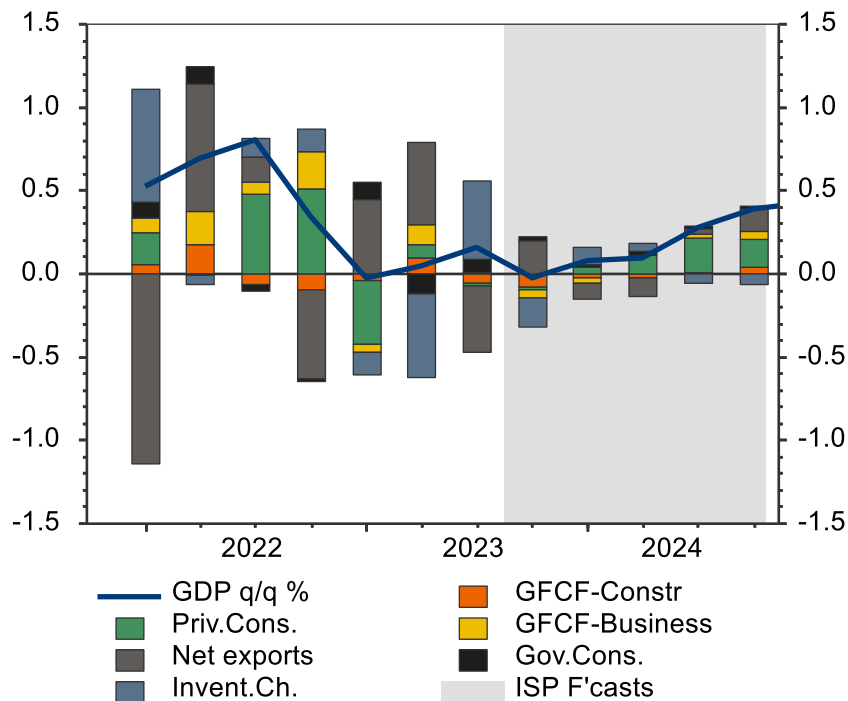


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

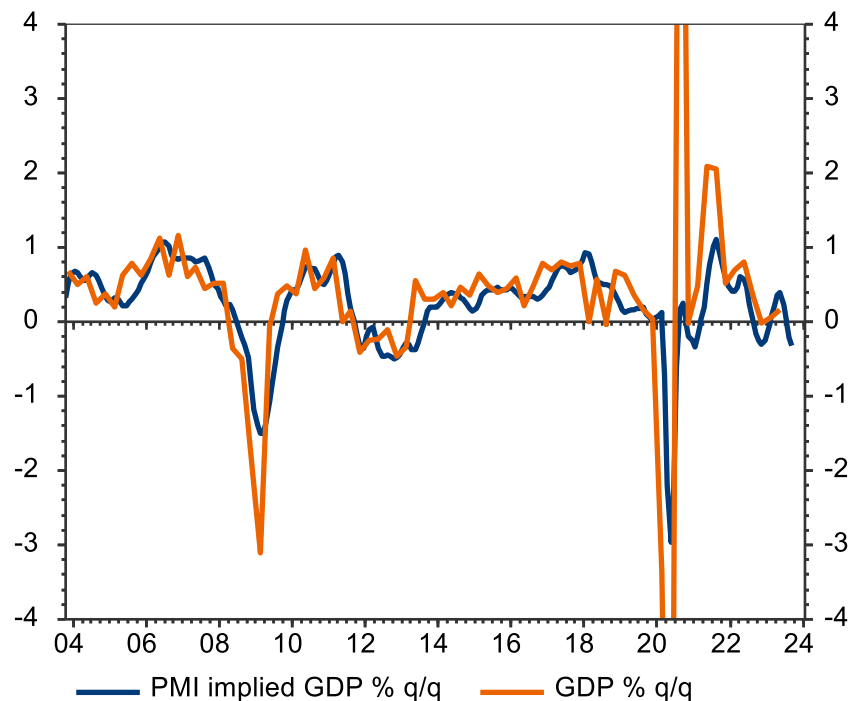
Nota: l'area ombreggiata mostra l'intervallo di confidenza al 95%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Crescita del PIL in stagnazione nel 2° semestre

PIL in stagnazione nella 2° metà dell'anno, debole anche a inizio 2024



Le indagini segnalano la presenza di rischi al ribasso

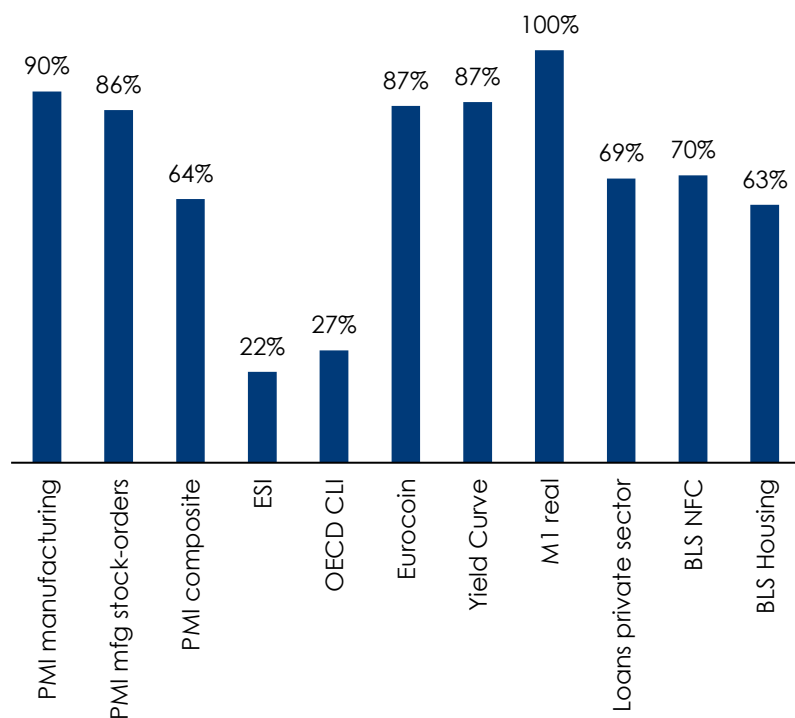


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

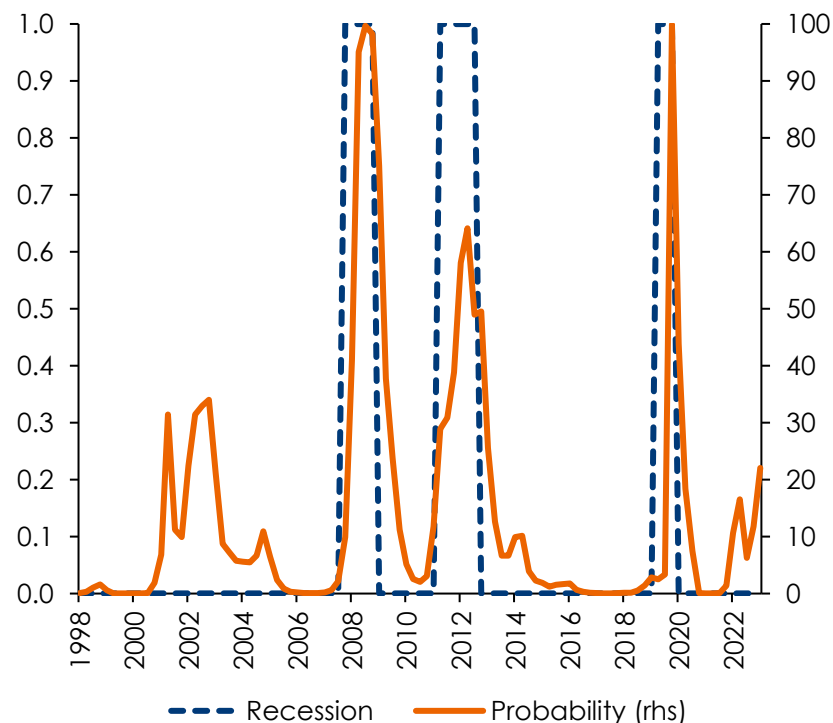
I rischi recessivi sono significativi

Molti indicatori sono coerenti con un'elevata probabilità di recessione



Nota: probabilità di recessione calcolata attraverso una regressione probit. Fonte: Intesa Sanpaolo

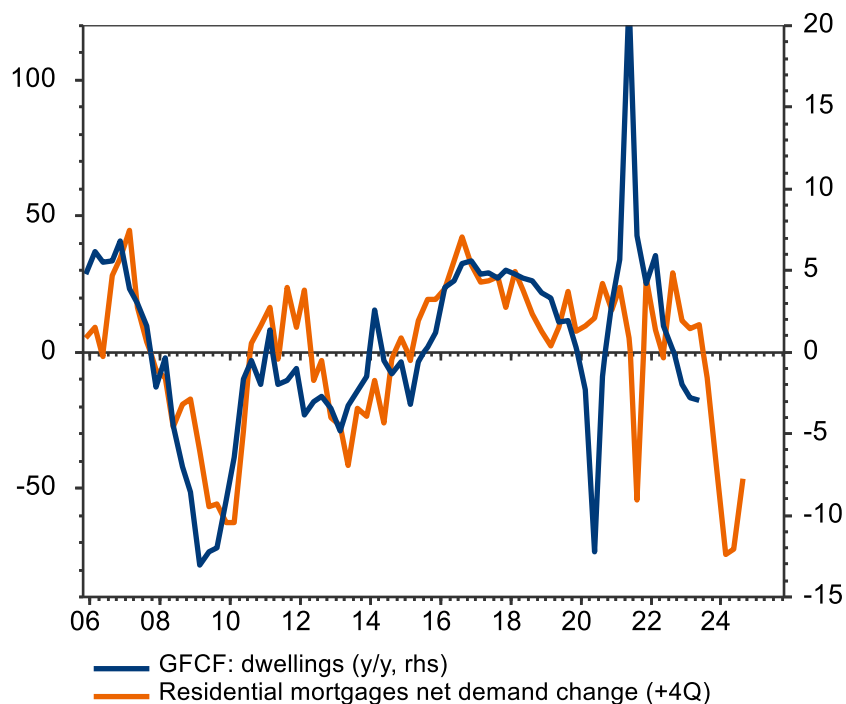
Segnali meno negativi arrivano dagli indicatori «compositi» (ad es: ESI Comm. Ue), che hanno evitato «falsi segnali» recessivi in passato



Nota: probabilità di recessione calcolata attraverso una regressione probit. Fonte: Intesa Sanpaolo

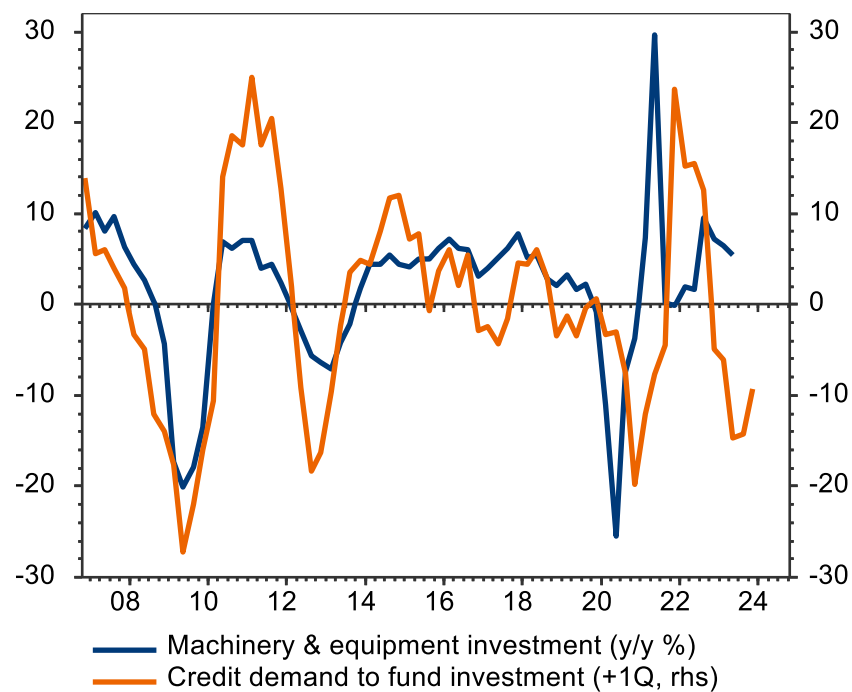
I maggiori rischi derivano dalla stretta monetaria...

Le costruzioni sono il settore più esposto ai tassi: il punto di minimo non è ancora stato raggiunto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

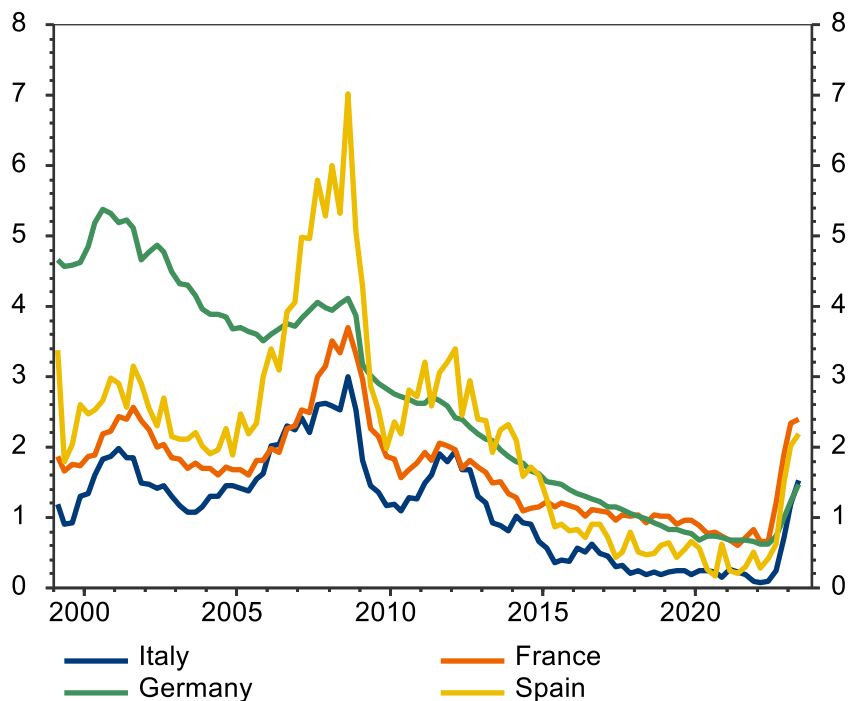
Gli investimenti risentiranno di condizioni creditizie più restrittive (ma transizione digitale e ecologica limiteranno la contrazione)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat, BCE

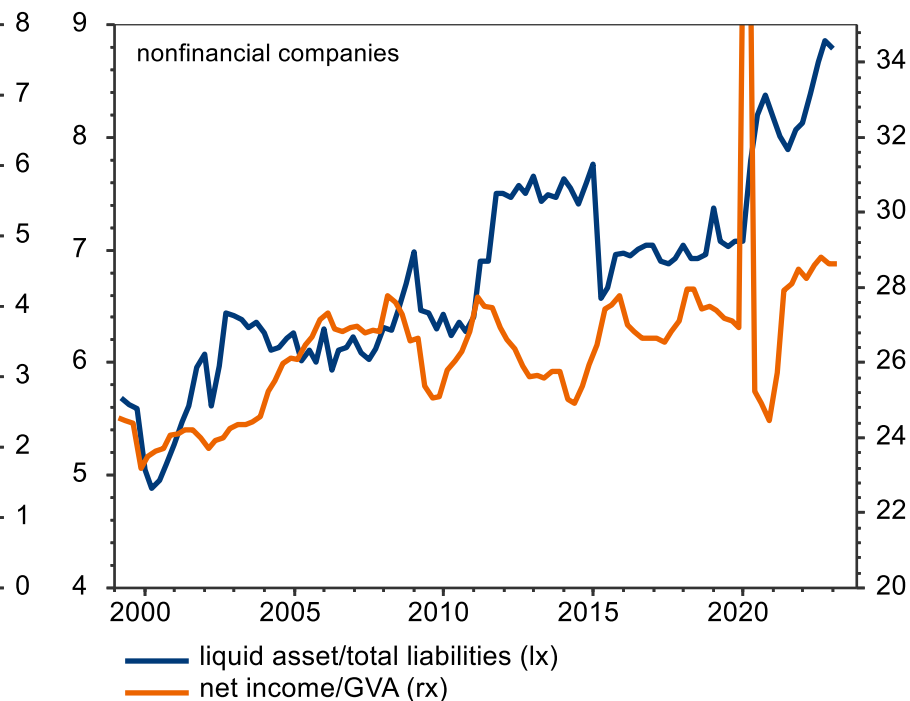
... soprattutto per i suoi effetti sui consumatori

Interessi pagati dai nuclei famigliari
in % del reddito disponibile



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

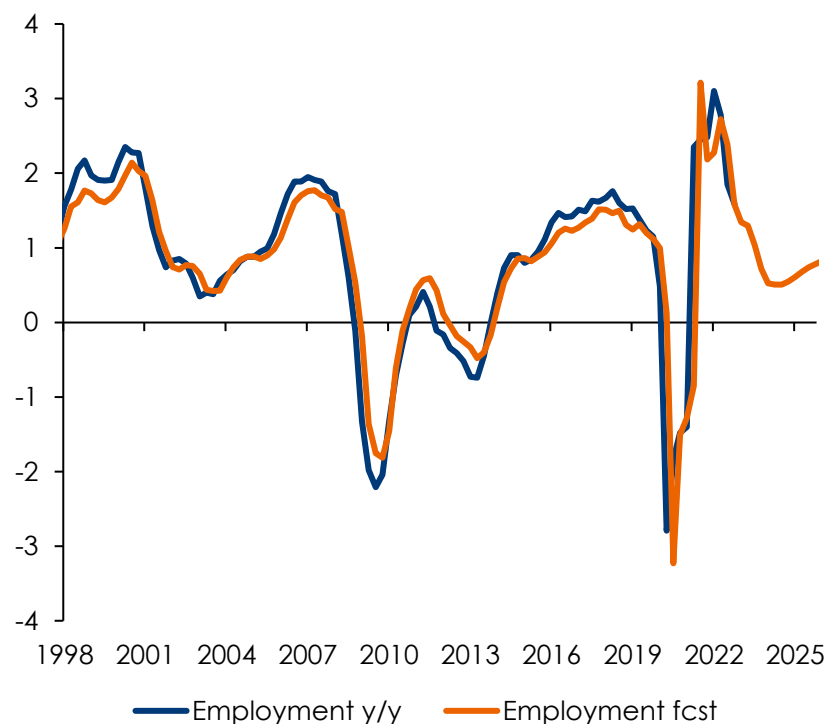
A fine 2022 redditività e liquidità
delle imprese ancora solide



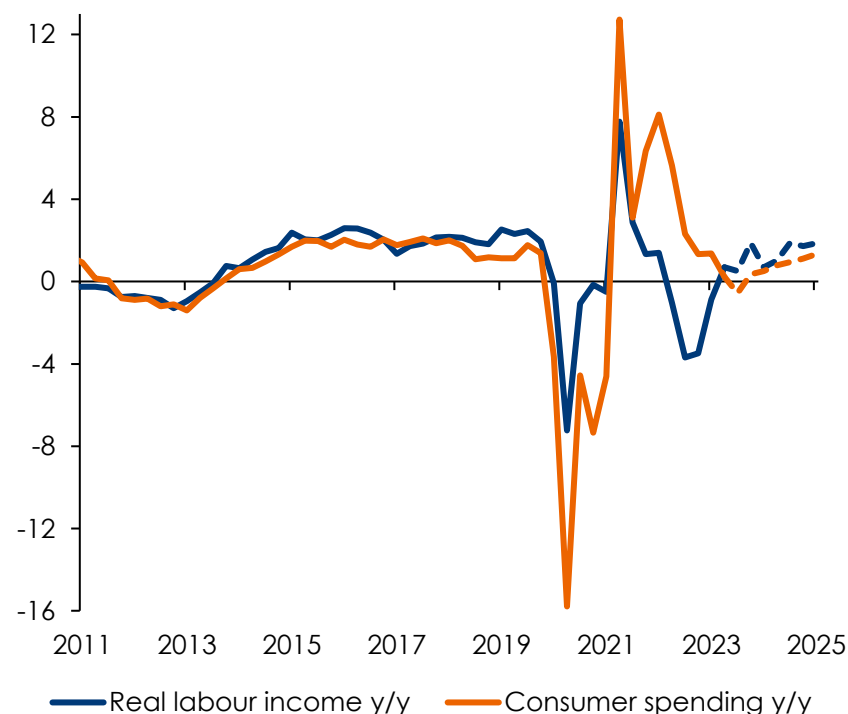
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Sarà il recupero dei redditi reali a sostenere la ripresa

La crescita dell'occupazione rallenterà nei prossimi trimestri...



... ma il recupero dei salari dovrebbe consentire un ritorno in territorio positivo dei redditi da lavoro in termini reali



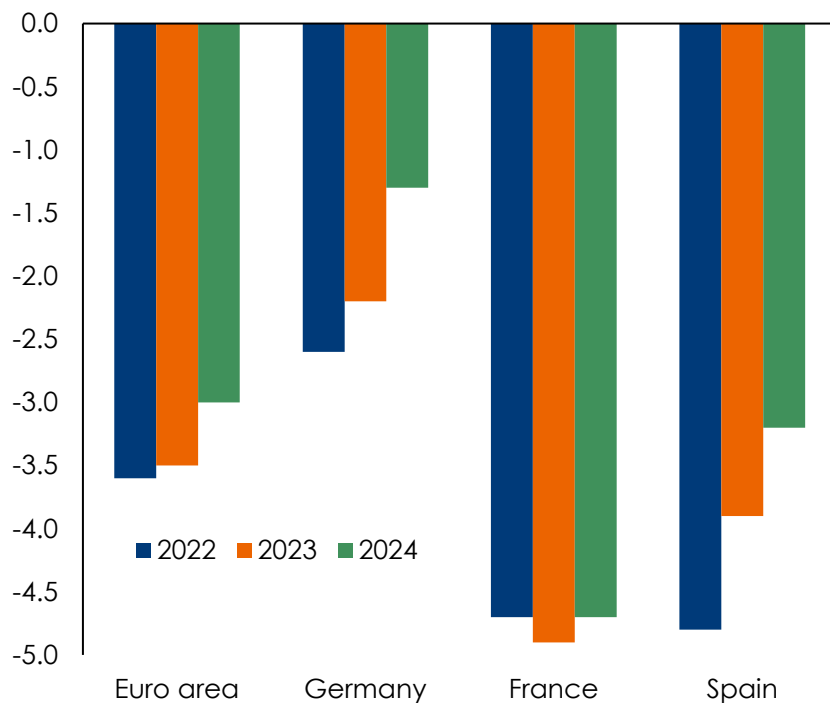
Nota: $Emp_t = \alpha + \sum_0^n \beta_i Emp_{t-i} + \sum_0^s \gamma_i GDP_{t-1} + \varepsilon_t$

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, dati Eurostat

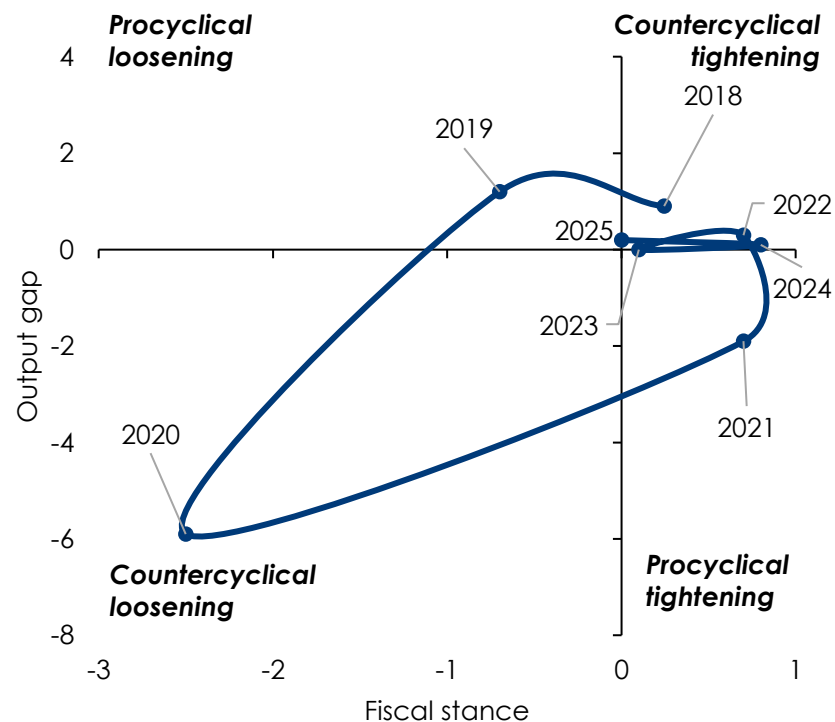
Politica fiscale meno espansiva dal 2024

L'indebitamento netto in rapporto al PIL resterà superiore al 3% nei prossimi anni nelle principali economie (ad eccezione della Germania)



Nota: previsioni Intesa Sanpaolo, dati AMECO

In area euro la politica fiscale dovrebbe farsi più restrittiva nel 2024, prima di tornare neutrale nel 2025



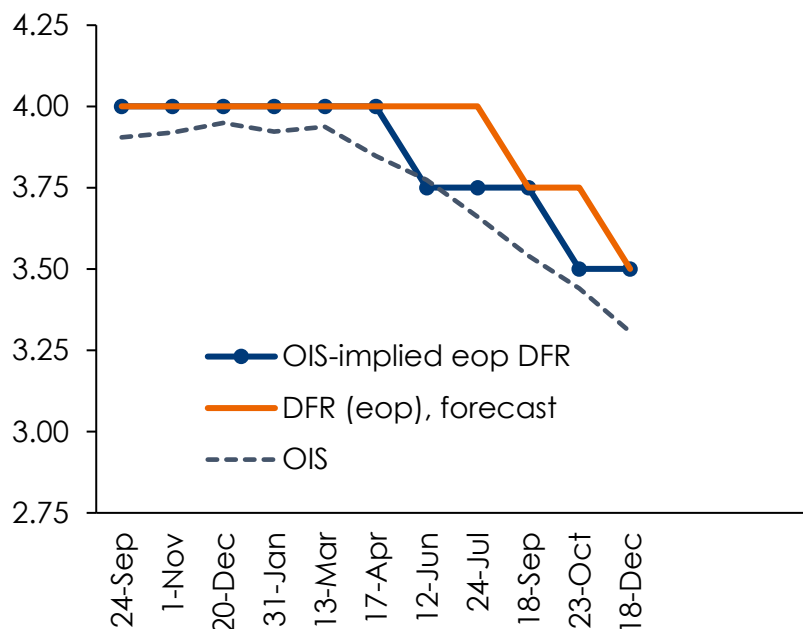
Nota: la fiscal stance è calcolata come variazione annua del saldo primario corretto per il ciclo e le ipotesi di utilizzo dei fondi NGEU.

Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, AMECO

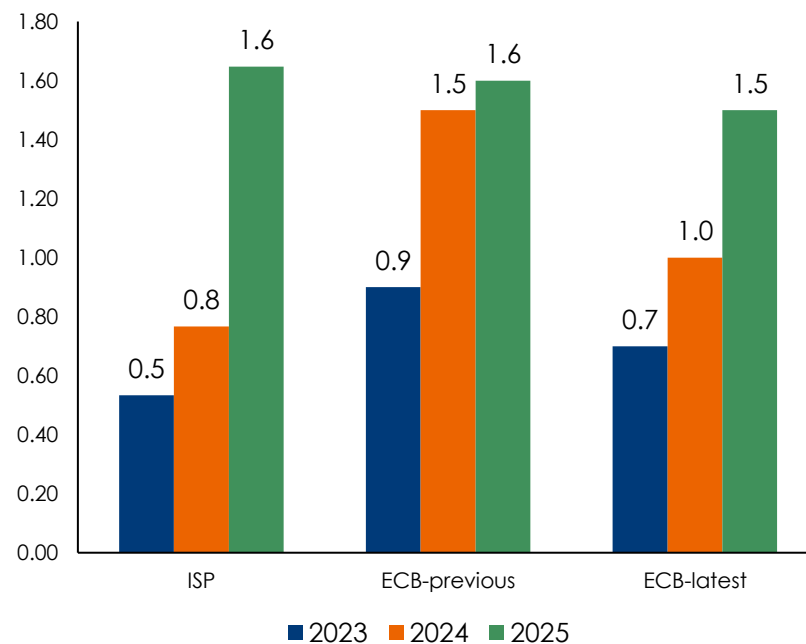
BCE: probabilmente raggiunto il picco dei tassi ufficiali

La BCE ha segnalato che mantenere il DFR al 4% **abbastanza a lungo** potrebbe essere sufficiente a conseguire l'obiettivo di inflazione nel 2025. Un nuovo rialzo è possibile in caso di andamento sfavorevole dei dati (riaccelerazione del PIL più intensa, o dati di inflazione più forti del previsto). Taglio possibile soltanto con netto calo delle previsioni di inflazione (e riduzione inflazione osservata).

Il mercato non sconta altri rialzi dei tassi ufficiali BCE



La BCE si attende una significativa riaccelerazione della crescita già nel 2024



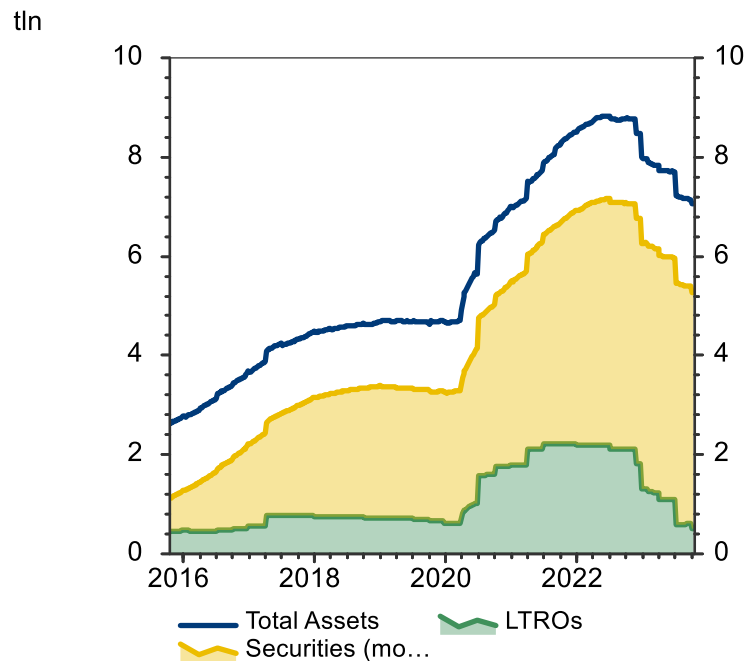
Nota: la linea arancione corrisponde alle previsioni Intesa Sanpaolo; il DFR implicito è calcolato assumendo spread invariato rispetto a ESTR e arrotondando ai 25pb più vicini.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Refinitiv

Fonte: BCE e stime Intesa Sanpaolo. Il tasso ombra è calcolato mediante PCA da un'ampia gamma di tassi e indici di condizioni creditizie

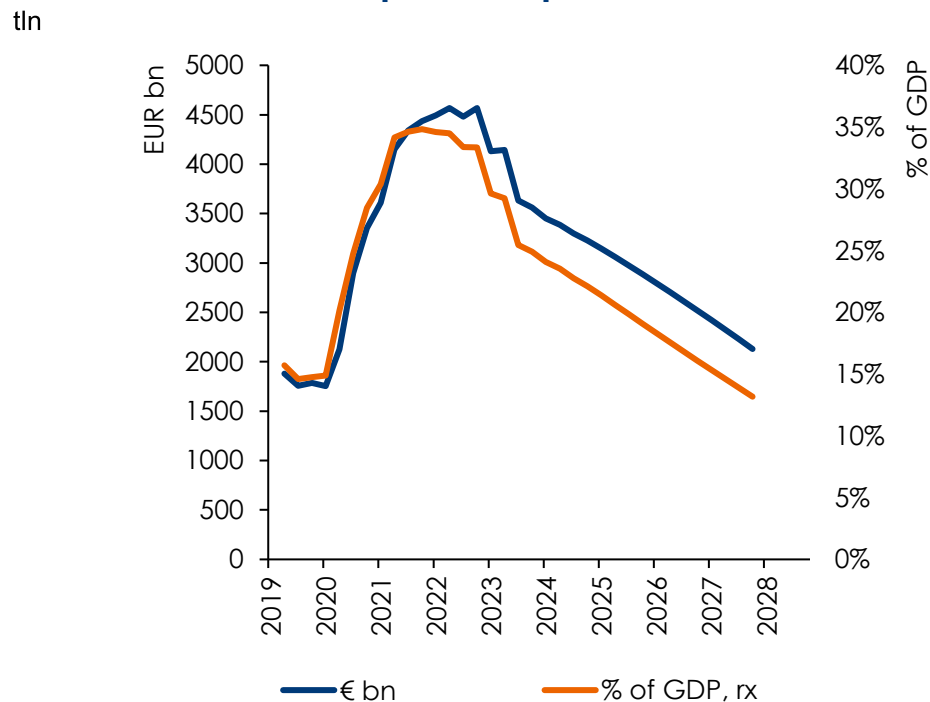
Continua il drenaggio dell'eccesso di riserve

La BCE ha interrotto i reinvestimenti del portafoglio APP ad inizio luglio. **Non è ancora prevista l'estensione del QT al portafoglio PEPP** (ostacoli: tensioni su debito italiano, mancata riforma PSC). Alcuni governatori hanno proposto di aumentare la riserva obbligatoria già lo scorso luglio, senza successo, ma potrebbero tornare alla carica con la revisione dell'*operational framework*.

Con il rimborso delle TLTRO, l'attivo della BCE è costituito soprattutto da titoli



Il drenaggio della liquidità in eccesso è più rapido del previsto



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fonte: BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

Area euro: previsioni macroeconomiche

	2022	2023p	2024p	2022	2022	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
PIL (prezzi costanti, a/a)	3.4	0.5	0.7	5.5	4.1	2.4	1.8	1.2	0.5	0.2	0.3	0.3	0.4
- t/t				0.7	0.8	0.3	0.0	0.0	0.2	0.0	0.1	0.1	0.3
Consumi privati	4.2	0.3	0.8	0.0	0.9	1.0	-0.7	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.4
Investimenti fissi	2.8	0.9	0.9	-0.5	0.5	1.2	-0.2	0.4	0.1	-0.3	0.1	0.1	0.4
Consumi pubblici	1.6	0.1	0.4	0.5	-0.2	-0.1	0.5	-0.6	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1
Esportazioni	7.4	0.4	1.4	1.6	2.1	1.0	-0.1	0.0	-0.9	0.5	0.3	0.2	0.5
Importazioni	8.0	-0.3	1.6	0.1	1.9	2.2	-1.1	-1.1	-0.2	0.1	0.5	0.5	0.5
Var. scorte (contrib., % PIL)	0.3	-0.2	0.1	-0.1	0.1	0.1	-0.1	-0.5	0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.1
Partite correnti (% PIL)	-0.7	1.8	2.3										
Deficit pubblico (% PIL)	-3.6	-3.5	-3.0										
Debito pubblico (% PIL)	91.0	90.3	90.0										
Prezzi al consumo (a/a)	8.4	5.6	2.7	6.1	8.0	9.3	10.0	8.0	6.2	5.0	3.4	3.3	2.8
Produzione industriale (a/a)	2.2	-2.1	0.8	1.5	1.9	3.3	2.2	0.3	-1.1	-4.3	-3.1	-1.3	0.4
Disoccupazione (%)	6.7	6.5	6.8	6.8	6.7	6.7	6.7	6.6	6.5	6.5	6.6	6.7	6.8
Euribor 3 mesi	0.3	3.4	3.9	-0.5	-0.4	0.5	1.8	2.6	3.4	3.8	4.0	4.0	4.0

Fonte: Intesa Sanpaolo – Macroeconomic Research

Agenda

1 La situazione economica internazionale

2 La guerra in Israele

3 L'economia italiana

4 La politica fiscale italiana

I possibili scenari sull'evoluzione della guerra in Israele

Baseline scenario (probabilità 75%): un conflitto locale a bassa intensità

- **Una fase di breve durata, ma ad alta intensità (0-2 mesi)**, seguita da un conflitto prolungato, ma a bassa intensità, tra Israele e Hamas (2-24 mesi o più).
- Probabile ma **limitato coinvolgimento di Cisgiordania** e obiettivi militari in **Libano e Siria**.
- Possibili **reazioni di mercato** nel brevissimo termine (0-2 mesi). **In seguito, mean reversion** ai livelli pre-attacco per l'assottigliarsi dei risk premia e i limitati effetti di spillover negativi.
- **Lievi (se non nulli) aggiustamenti al nostro scenario macroeconomico.**

Scenario di rischio #1 (probabilità 20%): un conflitto locale di maggiore intensità

- **Una più lunga fase ad alta intensità (0-6 mesi)**, seguita da una prolungata fase a bassa intensità (6-24 mesi o più).
- **Coinvolgimento di Cisgiordania, Libano, Siria** e selezionati obiettivi militari in **Iran**.
- **Forti reazioni di mercato** (0-6 mesi), **alta volatilità**. **In seguito**, la fase a bassa intensità implica una **mean reversion dei prezzi degli asset** verso i livelli pre-attacco, per l'assottigliarsi dei risk premia.
- **Piccoli aggiustamenti al nostro scenario macroeconomico. Il Medio Oriente** è la regione più colpita, con effetti anche per l'Europa.

Scenario di rischio #2 (probabilità 5%): un conflitto su scala regionale

- **La tempistica è altamente incerta** perché è **lo scenario meno auspicabile per TUTTI gli attori**. Un più profondo coinvolgimento degli attori regionali, escalation delle tensioni, errori di calcolo potrebbero portare a **un conflitto regionale più ampio (1-12 mesi), con il coinvolgimento dell'Iran**.
- **Forti reazioni di mercato** (1-6 mesi), **alta volatilità**. Più ampi saranno i guadagni (o le perdite) degli asset, più ampie saranno le correzioni (o i rimbalzi) quando i mercati si aggiusteranno e prevarranno altre preoccupazioni (rischi recessivi e inflattivi).
- **Modesti aggiustamenti al nostro scenario macroeconomico. Il Medio Oriente** e l'**Europa** sono le regioni più colpite.

Rischi al rialzo sull'inflazione e al ribasso sulla crescita

Scenario di rischio #1 (probabilità 20%) - Un conflitto locale a maggiore intensità potrebbe implicare:

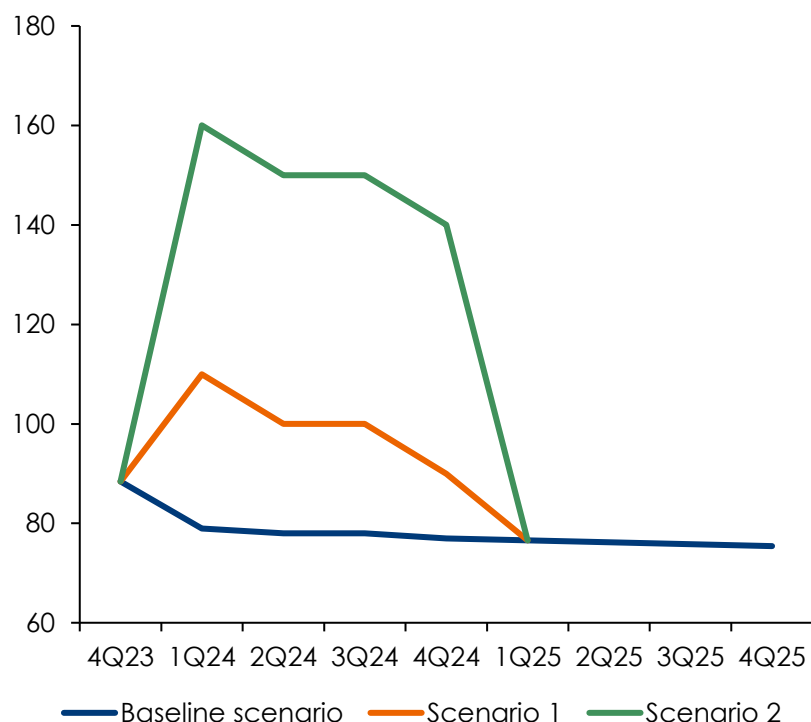
- **Volatilità e movimenti di risk-off** sui mercati finanziari; **probabile apprezzamento del dollaro USA.**
- Prezzi delle materie prime più elevati e **processo deflazionistico più lento** del previsto.
- Secondo le nostre stime preliminari, l'**inflazione headline dell'area dell'euro** (baseline ISP: 2,7% nel 2024, 2% nel 2025) potrebbe subire rischi al rialzo per **un addizionale +0,8% nel 2024, ma -0,2% nel 2025**; a ciò si accompagnerebbe una riduzione della crescita del PIL di -0,4% rispetto allo scenario base (0,7% nel 2024).
- Limitate ripercussioni su crescita e commercio globali. Il **Medio Oriente è la regione più colpita.**
- **Politiche monetarie:** rischio di **tassi d'interesse più alti e più a lungo** rispetto allo scenario pre-crisi.

Scenario di rischio #2 (probabilità 5%) - Un conflitto su scala regionale potrebbe implicare:

- **Maggiore volatilità e risk-off sui mercati, ricerca di beni rifugio**, movimenti di mercato guidati dal panico, apprezzamento del dollaro USA.
- Secondo nostre stime preliminari, l'**inflazione headline dell'area dell'euro** (baseline ISP: 2,7% nel 2024, 2% nel 2025) potrebbe subire rischi al rialzo per **un ulteriore +2,5% nel 2024, ma -0,1% nel 2025**;
- **Rischi al ribasso per la crescita regionale e il commercio globale.** Il **Medio Oriente e l'Europa** sono le regioni più colpite;
- **Le banche centrali** probabilmente si sforzeranno di raggiungere i target di inflazione almeno nel 2025.

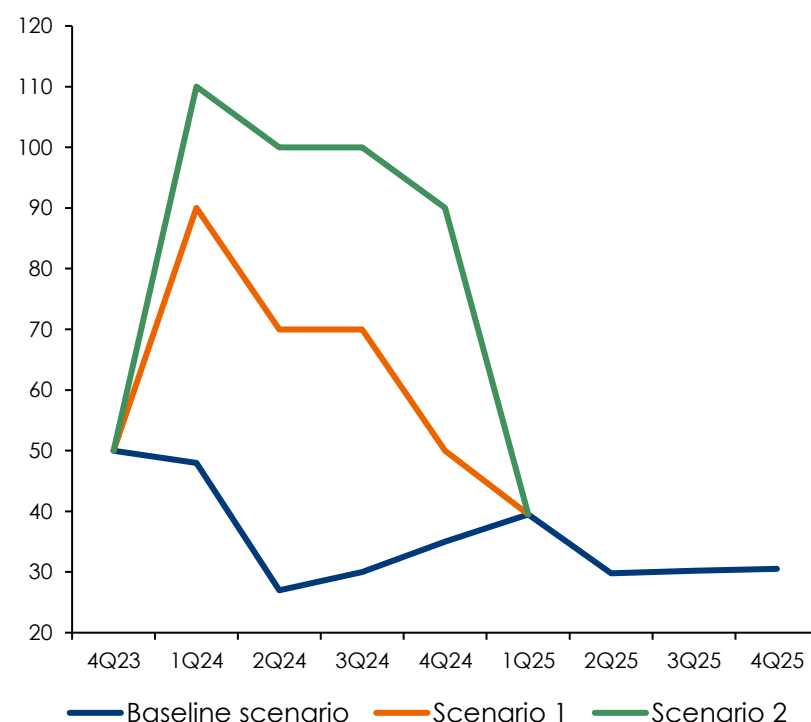
Scenari di rischio per i prezzi delle materie prime: conflitto locale (scenario 1) vs guerra su scala regionale (scenario 2)

Prezzo del petrolio:
scenario attuale vs. scenari alternativi



Fonte: Intesa Sanpaolo

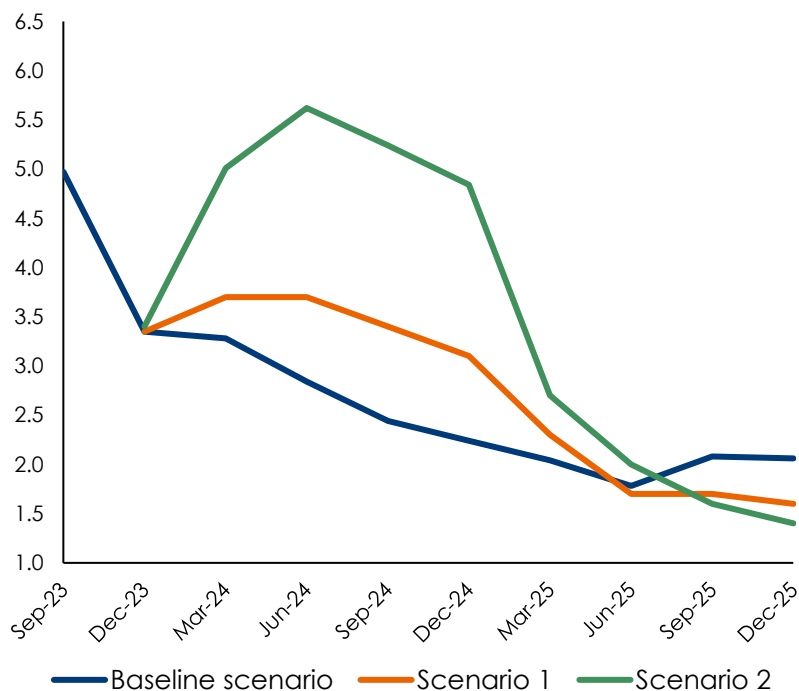
Prezzo del gas naturale in Europa:
scenario attuale vs. scenari alternativi



Fonte: Intesa Sanpaolo

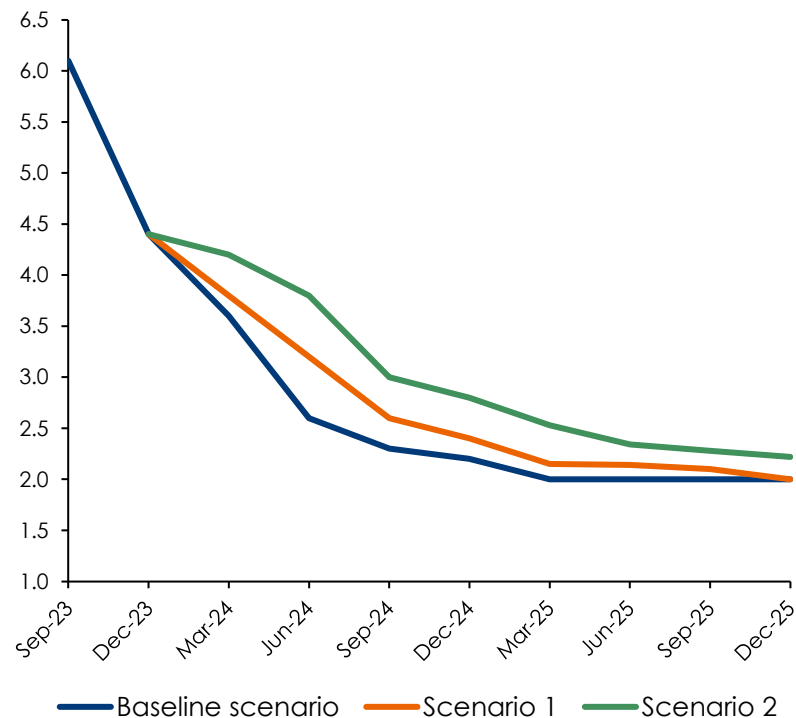
Dinamica dell'inflazione Eurozona nei vari scenari

Nello scenario 1 la crescita addizionale dell'inflazione media annua ammonterebbe a +0,8% per il 2024 e a -0,2% per il 2025, nello scenario 2 a +2,5% nel 2024 e -0,1% nel 2025



Nota: la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

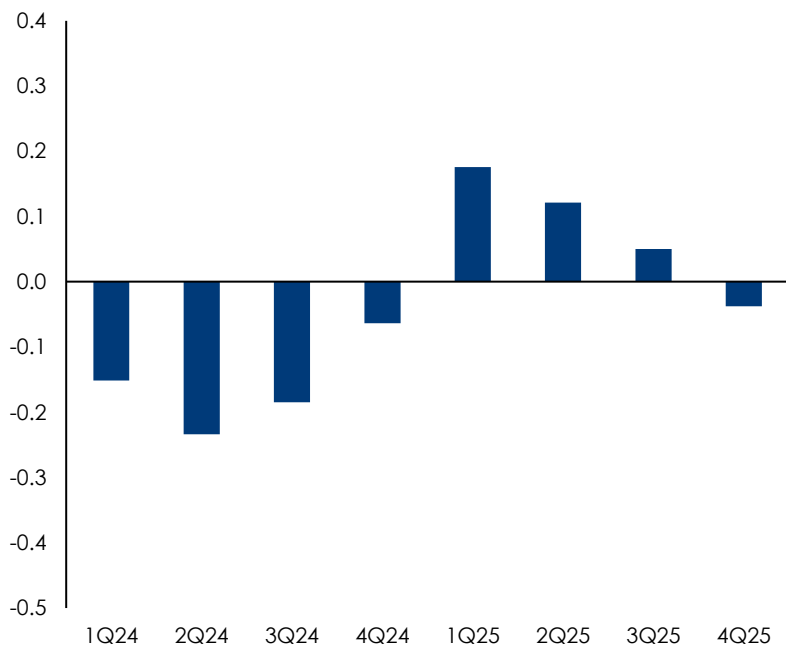
Nello scenario 1 la crescita addizionale del CPI core in media annua ammonterebbe a +0,3% per il 2024 e +0,1% per il 2025, nello scenario 2 a +0,6% nel 2024 e +0,4% nel 2025



Nota: la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

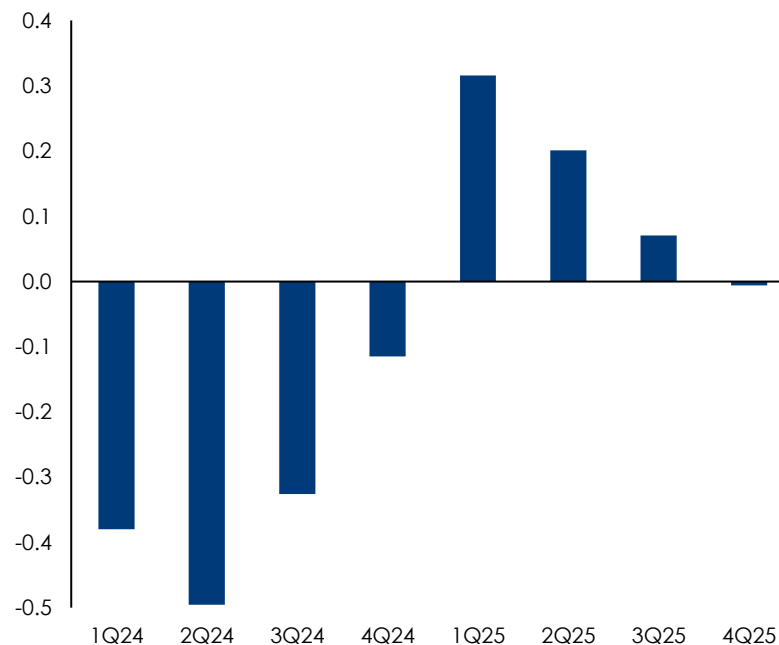
Impatto dello shock sulla crescita congiunturale (% t/t) del PIL area euro

Scenario 1: crescita del PIL più bassa di -0,4% nel 2024 e più alta di +0,1% nel 2025



■ EZ Scenario 1

Scenario 2: crescita del PIL più bassa di -0,9% in 2024 e più alta di +0,1% nel 2025



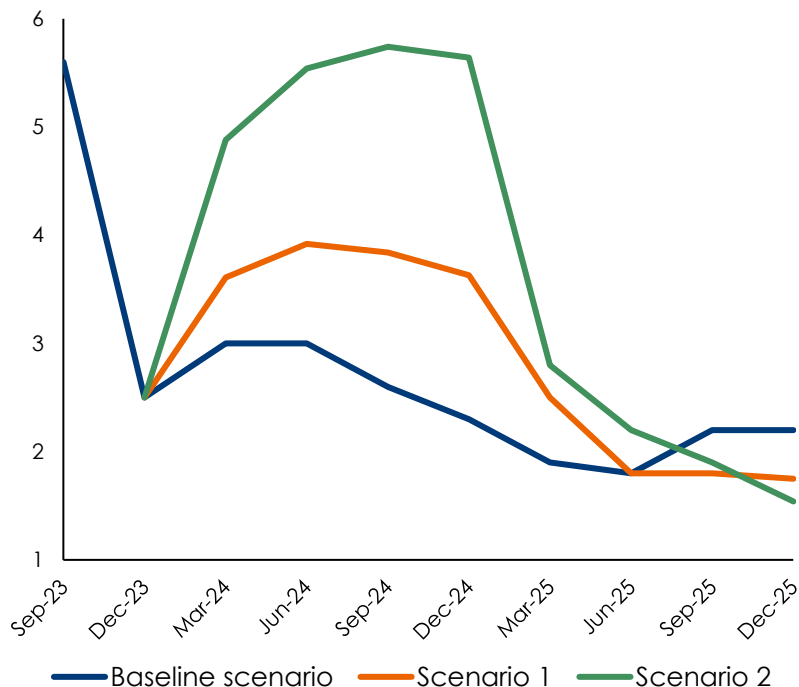
■ EZ Scenario 2

Nota: lo scenario 1 implicherebbe tassi ufficiali BCE più alti di 20 bps in media d'anno nel 2024 e di 10 bps nel 2025; la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

Nota: lo scenario 2 implicherebbe tassi ufficiali BCE più alti di 20 bps in media d'anno nel 2024; la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

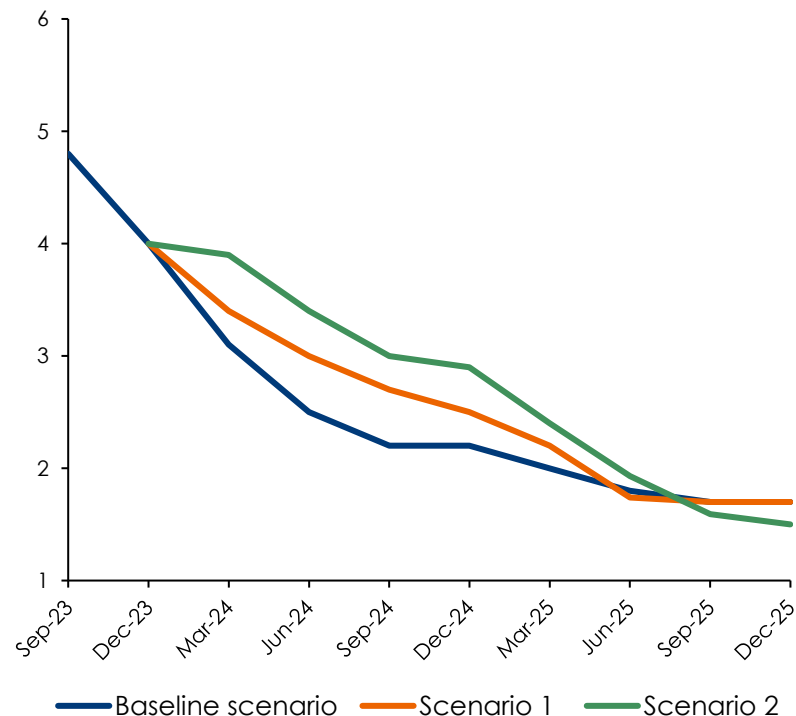
Dinamica dell'inflazione italiana nei vari scenari

Scenario 1: crescita addizionale dell'inflazione media annua a +1,1% per il 2024 e zero per il 2025.
Scenario 2: +2,8% nel 2024 e +0,1% nel 2025



Nota: la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

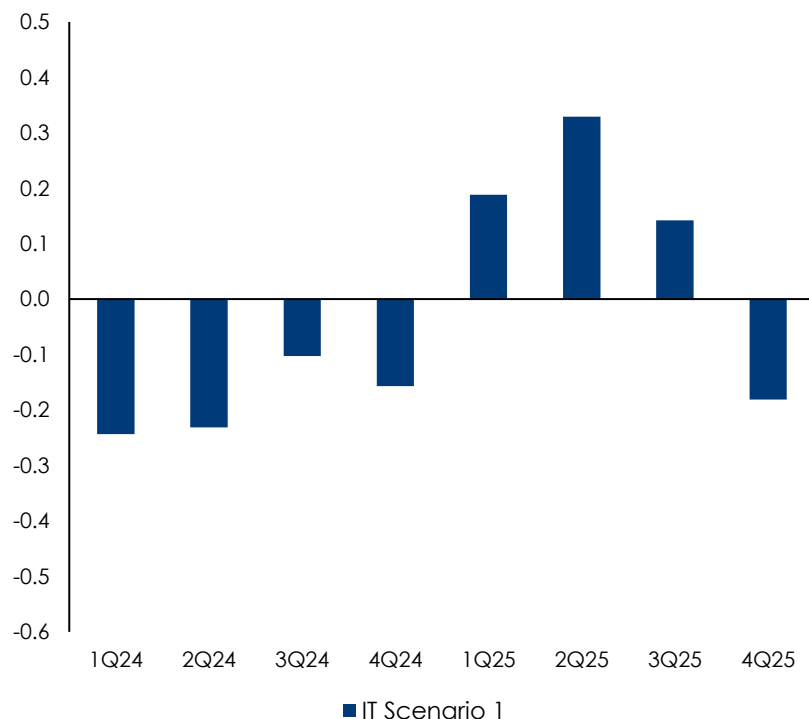
Scenario 1: crescita addizionale del CPI core in media annua a +0,4% per il 2024 e zero per il 2025. Scenario 2: +0,8% nel 2024 e +0,1% nel 2025



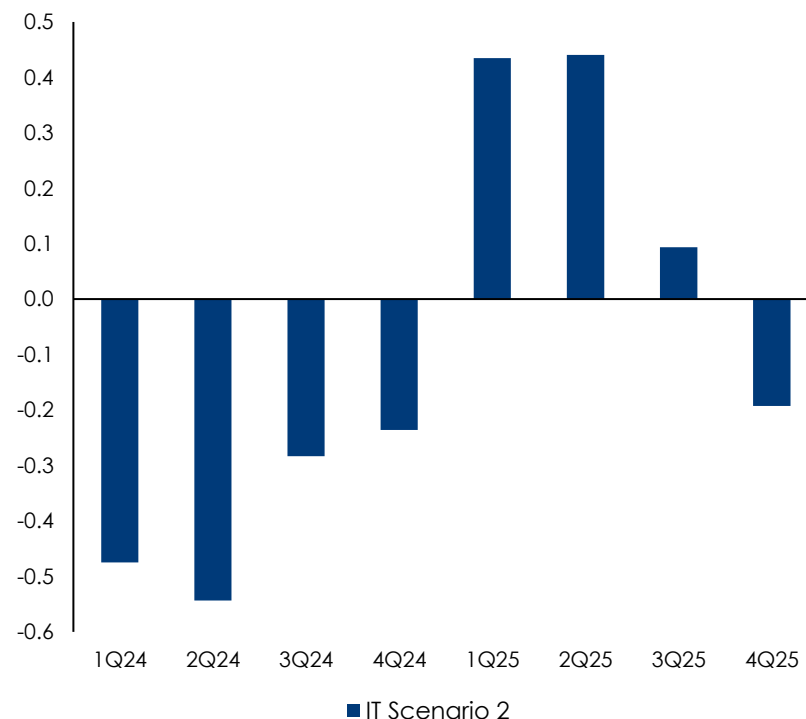
Nota: la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

Impatto dello shock sulla crescita congiunturale (% t/t) del PIL in Italia

Scenario 1:
crescita del PIL più bassa di -0,5% nel 2024 e più alta di +0,2% nel 2025



Scenario 2:
crescita del PIL più bassa di -1,1% nel 2024 e più alta di +0,3% nel 2025



Nota: lo scenario 1 implicherebbe tassi ufficiali BCE più alti di 20 bps in media d'anno nel 2024 e di 10bps nel 2025; la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

Nota: lo scenario 2 implicherebbe tassi ufficiali BCE più alti di 20 bps in media d'anno nel 2024; la nostra analisi ipotizza l'assenza di ulteriori shock esogeni. Fonte: Intesa Sanpaolo

Agenda

1 La situazione economica internazionale

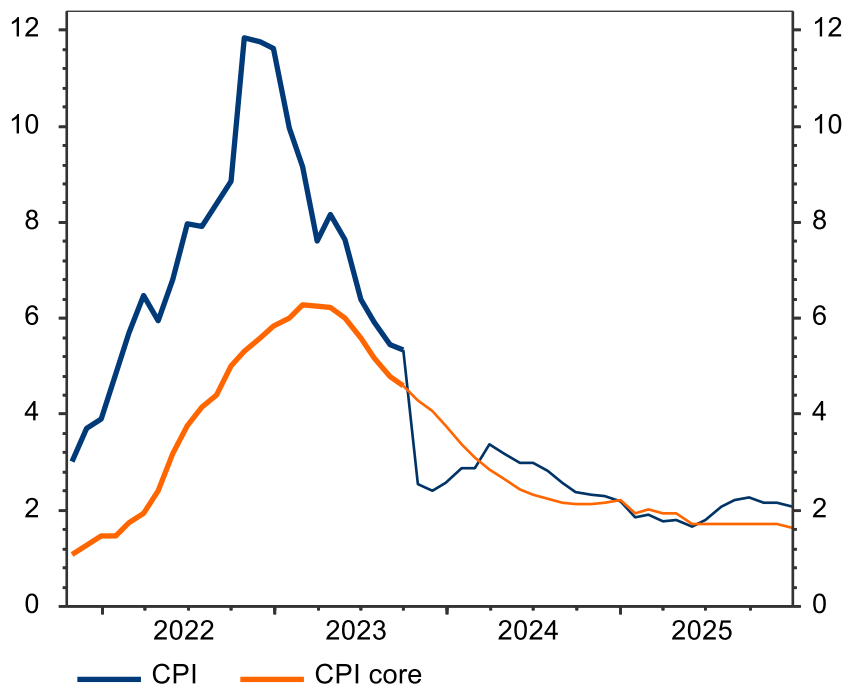
2 La guerra in Israele

3 L'economia italiana

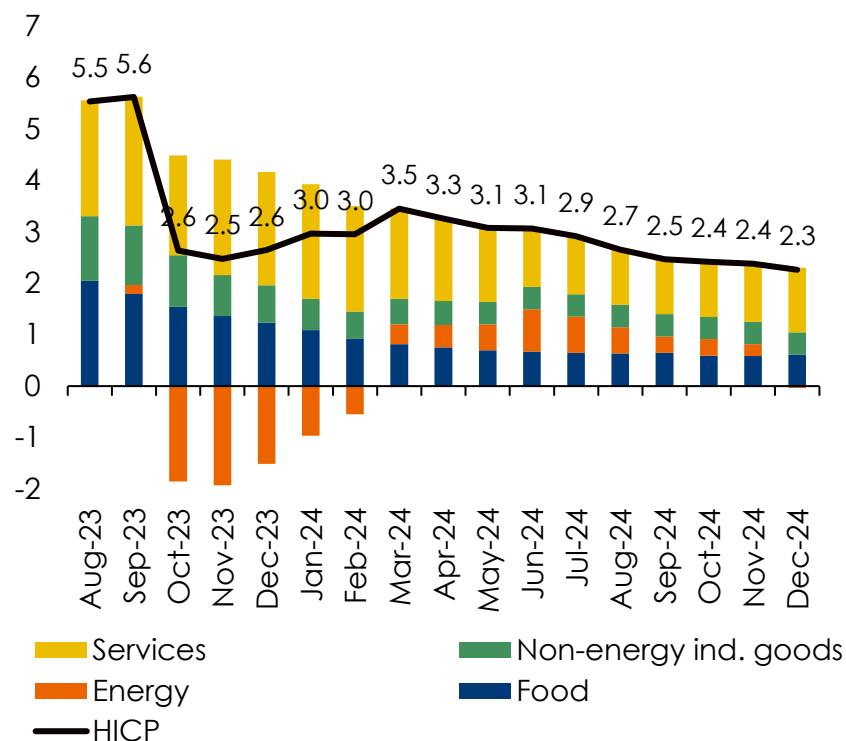
4 La politica fiscale italiana

Inflazione: prosegue il trend discendente

Effetti base dal lato dell'energia ed il rallentamento degli alimentari dovrebbero causare un brusco calo dell'inflazione da ottobre



I servizi forniranno il principale contributo all'inflazione armonizzata nel 2024

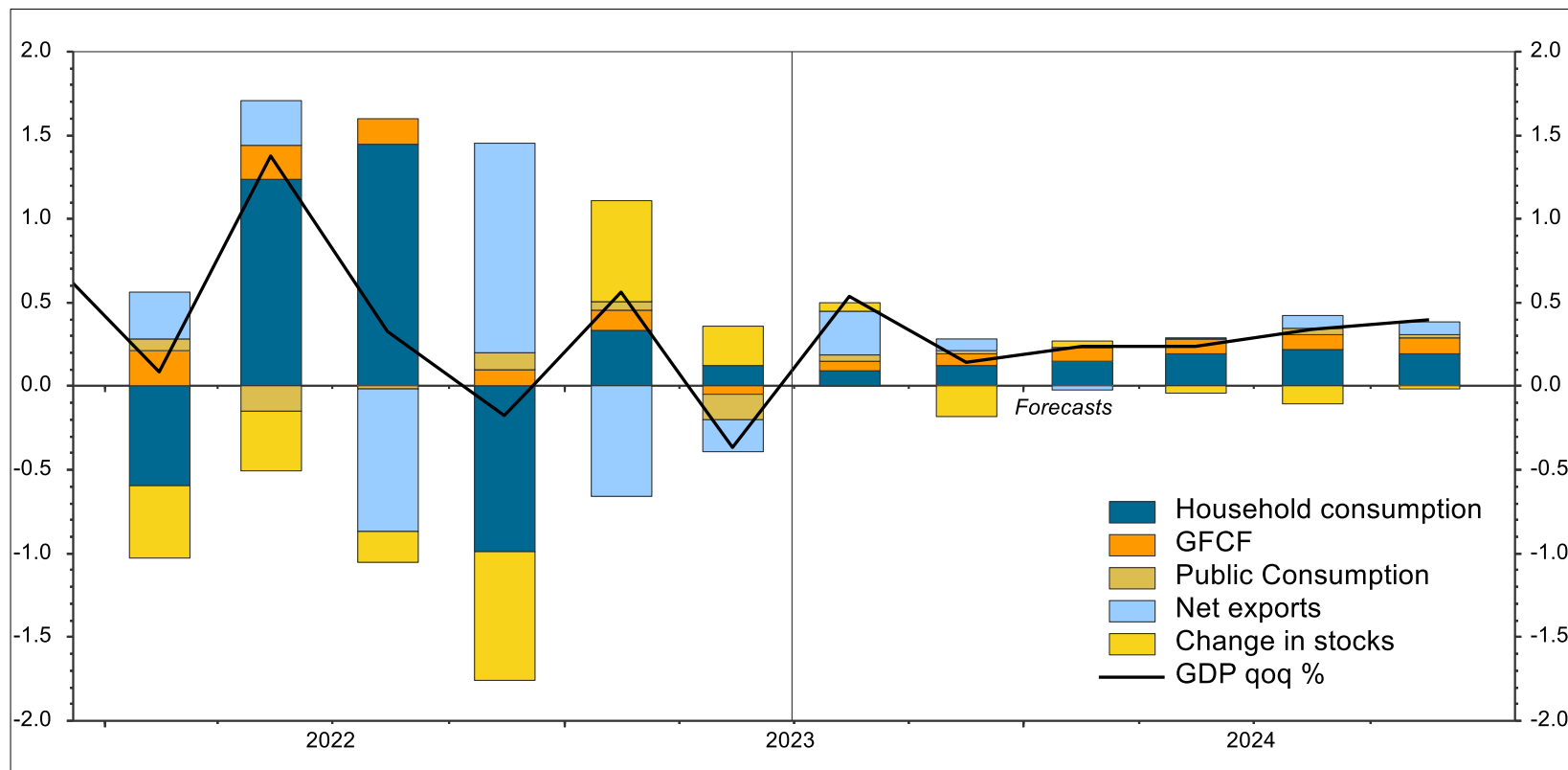


Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

È possibile un rimbalzo del PIL dopo la caduta a sorpresa del 2° trimestre (-0,4% t/t), ma i rischi sono verso il basso

Var. % t/t, PIL e contributo delle principali componenti



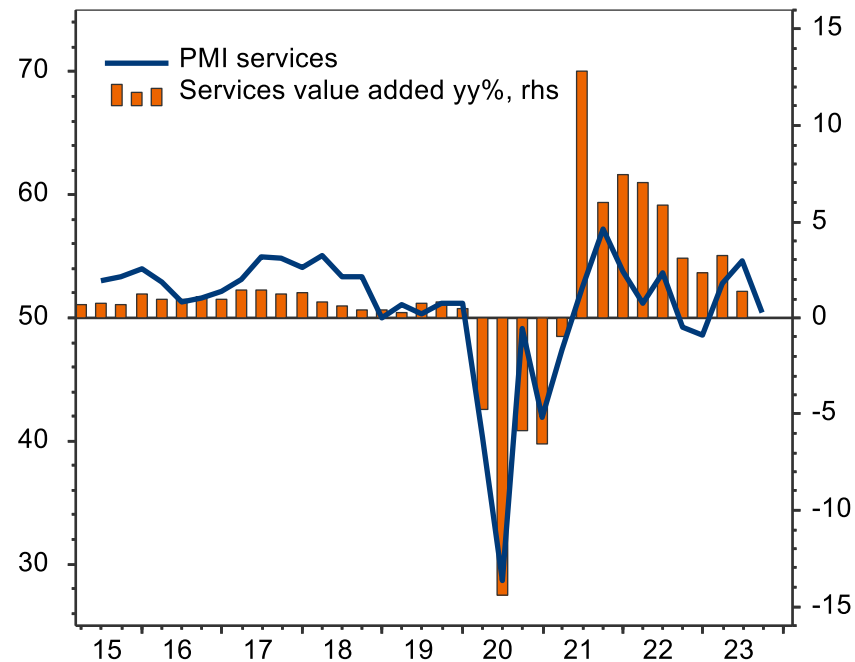
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Anche i servizi perdono slancio

Le indicazioni sugli ordini delle imprese manifatturiere non mostrano una ripresa



Anche i servizi stanno perdendo slancio

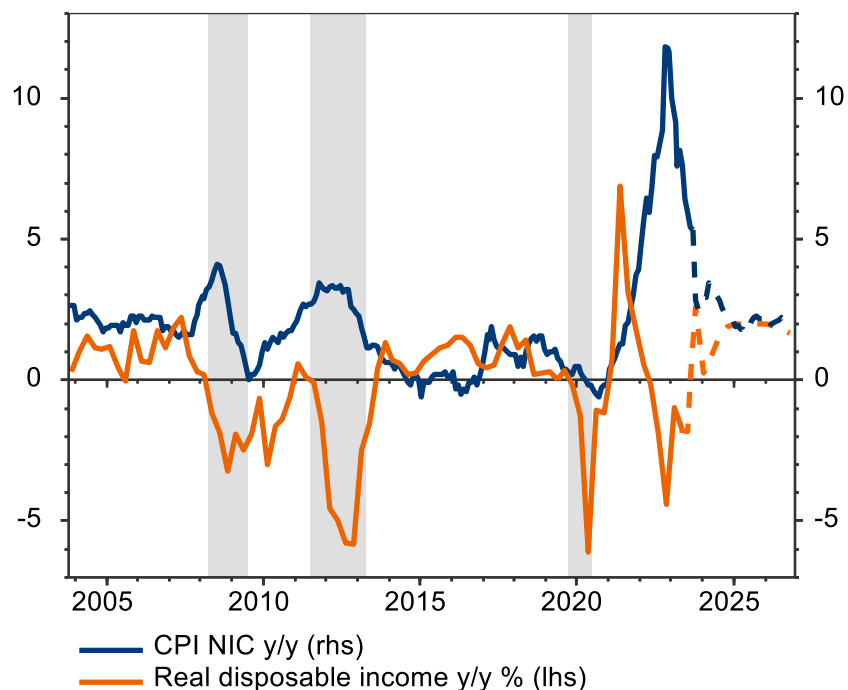


Nota: indici standardizzati.
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, S&P Global

Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

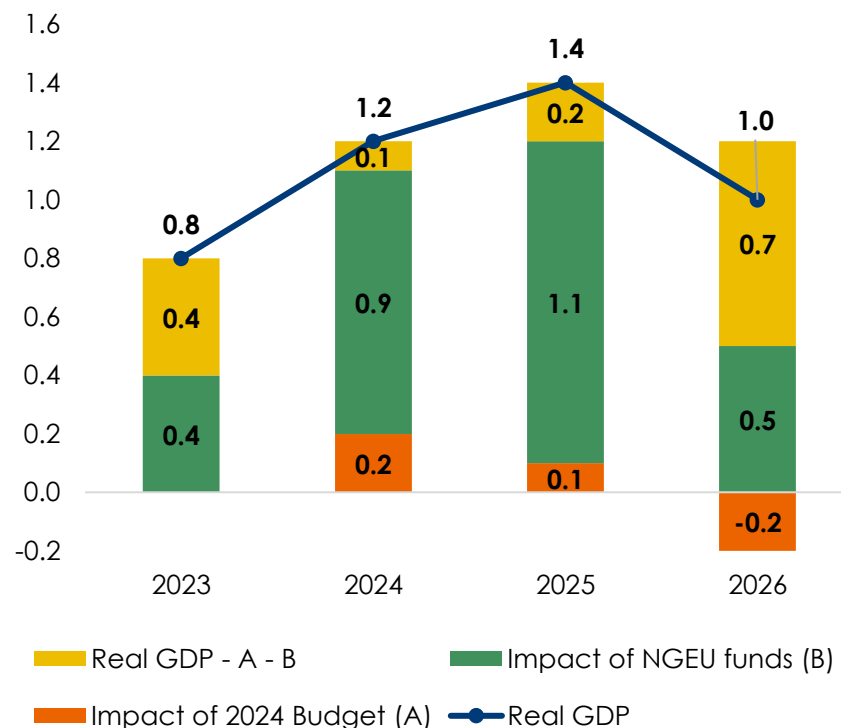
Il recupero di potere d'acquisto delle famiglie e il PNRR sosterranno la ripresa nel 2024

Il potere d'acquisto delle famiglie dovrebbe tornare a crescere su base annua a partire dal 4° trimestre 2023, grazie all'attenuazione dell'inflazione



Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo, dati Istat

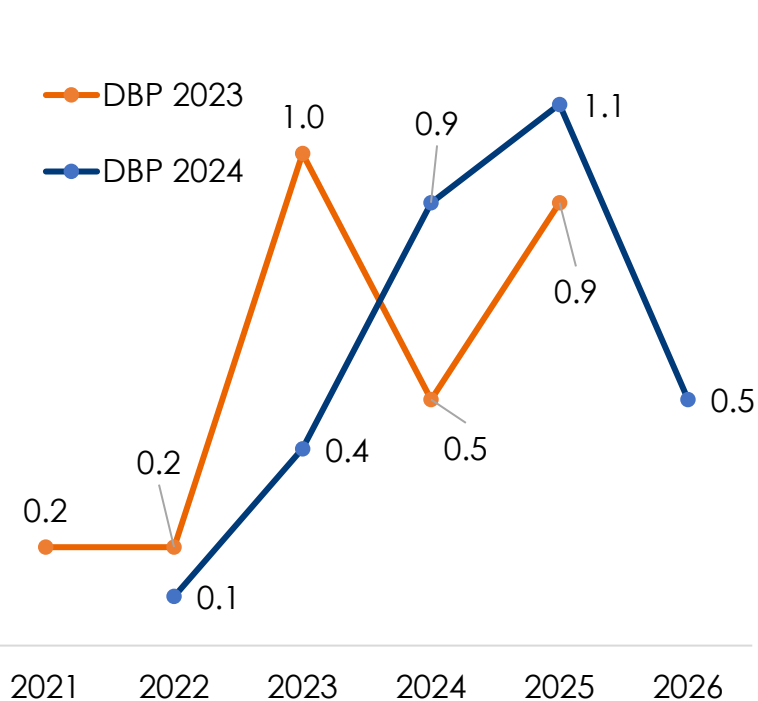
La politica fiscale rimarrà leggermente espansiva ma, secondo le stime del governo, il sostegno principale verrà dal PNRR



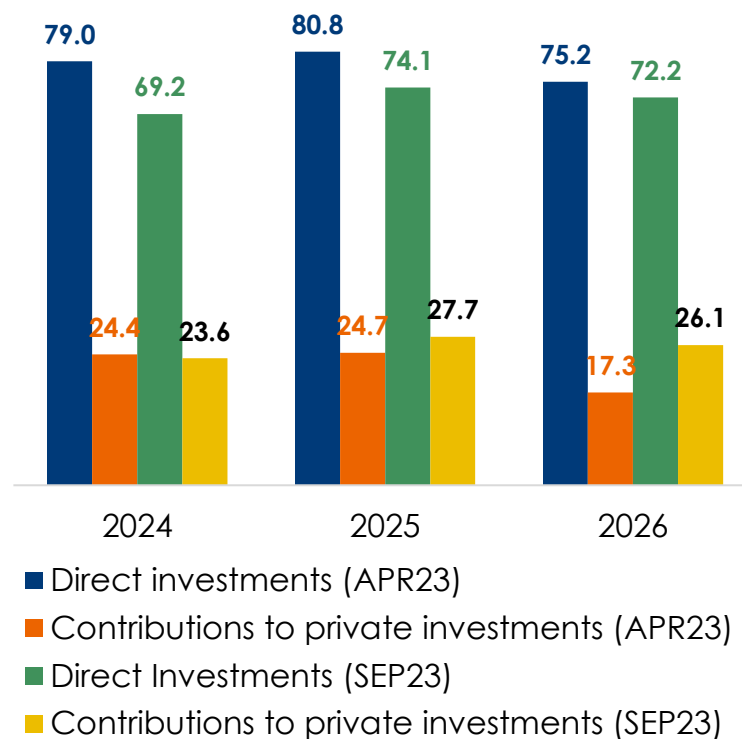
Fonte: Documento Programmatico di Bilancio 2024

PNRR: spostamento in avanti dell'attuazione degli interventi + spostamento di risorse dagli investimenti diretti ai contributi agli investimenti privati

Il governo nel DBP 2024 ha rivisto al ribasso la stima sull'impatto del PNRR sul PIL nel 2023, e al rialzo quella sul 2024 (impatto sulla crescita % a/a del PIL)



Nella NADEF il Governo ha tagliato la stima sugli investimenti pubblici per tutto il triennio 2024-26, alzando invece la stima sui contributi agli investimenti privati nel 2025-26



Fonte: Governo italiano, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Italia: previsioni macroeconomiche

- Nel periodo più recente, sono aumentati i **rischi al ribasso sulla crescita**, sia sui restanti trimestri del 2023 che per il 2024.
- **Il tasso di disoccupazione dovrebbe rimanere contenuto. L'inflazione è vista calare al 2% solo a inizio 2025.**
- L'incertezza sulla crescita nel 2024 è molto alta, con forze che agiscono in direzione opposta: nel 1° semestre dovrebbe prevalere l'impatto della stretta monetaria; nel secondo, il sostegno arriverà dal recupero del potere d'acquisto delle famiglie e dall'accelerazione della spesa finanziata dal PNRR.

	2022	2023p	2024p	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
PIL (prezzi 2015, a/a)	3.9	1.0	1.0	2.6	1.6	2.1	0.3	0.6	0.9	0.6	1.2	1.0	1.2
- var.ne t/t				0.3	-0.2	0.6	-0.4	0.5	0.1	0.2	0.2	0.3	0.4
Consumi delle famiglie	5.0	1.4	1.1	2.5	-1.7	0.6	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.3
Consumi collettivi	0.7	0.0	0.1	-0.1	0.6	0.3	-0.8	0.2	0.1	0.0	0.0	0.2	0.1
Investimenti fissi	10.1	1.0	0.3	-0.3	1.0	1.0	-1.7	0.4	0.2	0.0	0.1	0.5	0.6
Importazioni	13.1	1.0	2.1	2.1	-2.0	1.0	0.0	-0.2	0.5	0.8	0.7	0.6	0.6
Esportazioni	10.7	0.7	2.5	-0.5	1.8	-1.0	-0.6	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
Commercio estero (contrib., % PIL)	-0.5	-0.1	0.2	-0.8	1.3	-0.7	-0.2	0.3	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
Domanda finale interna (contrib., % PIL)	5.1	1.0	0.7	1.4	-0.7	0.6	-0.4	0.2	0.2	0.1	0.2	0.4	0.3
Prezzi al consumo (a/a)	8.2	6.0	2.7	8.4	11.7	8.9	7.4	5.6	2.5	3.0	3.0	2.6	2.3
Disoccupazione (%)	8.1	7.6	7.9	8.0	7.9	7.9	7.6	7.4	7.5	7.8	8.0	8.0	7.9
Reddito disponibile reale	-1.5	-0.5	1.1										
Tasso di risparmio	8.1	6.4	6.6										
Partite correnti (% PIL)	-1.3	1.3	0.8										

Fonte: Intesa Sanpaolo - Direzione Studi e Ricerche

Agenda

1 La situazione economica internazionale

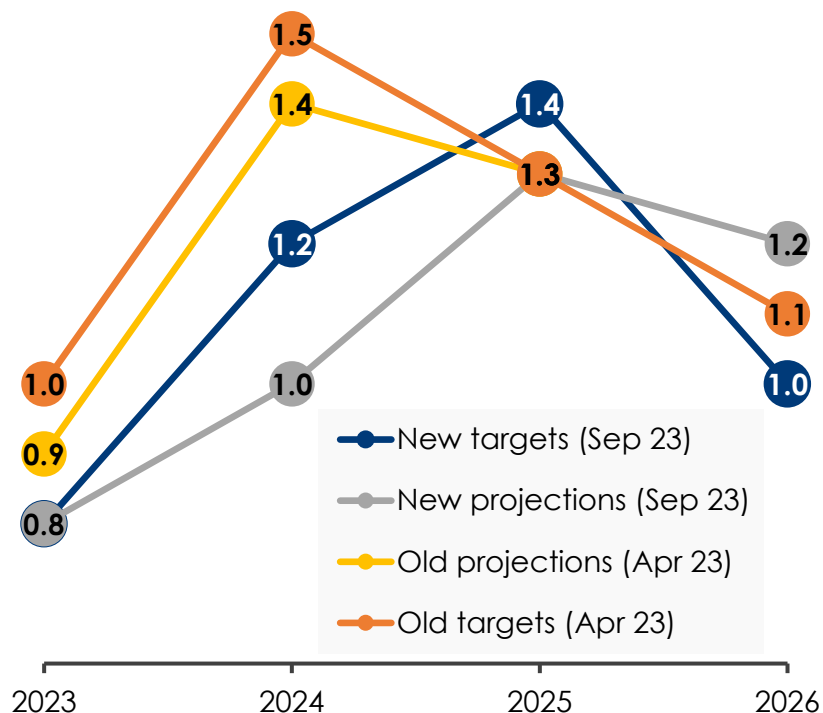
2 La guerra in Israele

3 L'economia italiana

4 La politica fiscale italiana

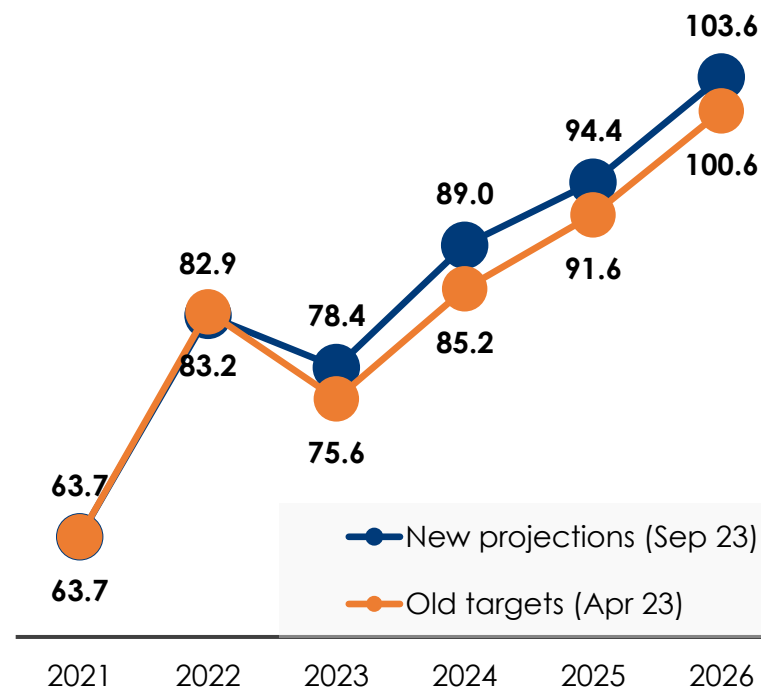
Nonostante una crescita più debole nel 2024 e un costo del debito più elevato...

Tasso di crescita del PIL reale %: Scenari governativi (programmatici e tendenziali)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

Spesa per interessi in miliardi di euro: scenari governativi

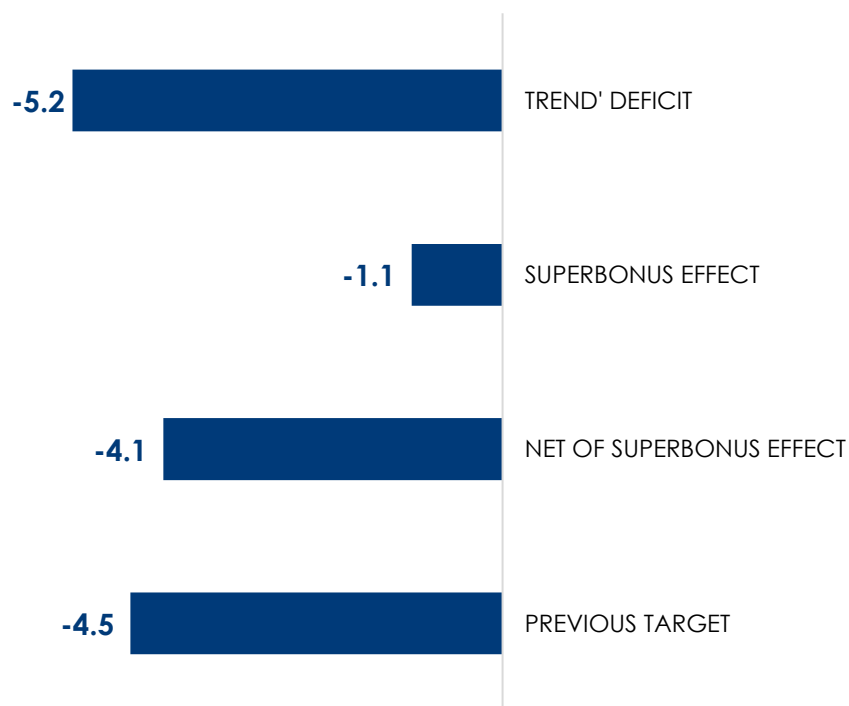


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

...il deficit tendenziale è migliore del previsto...

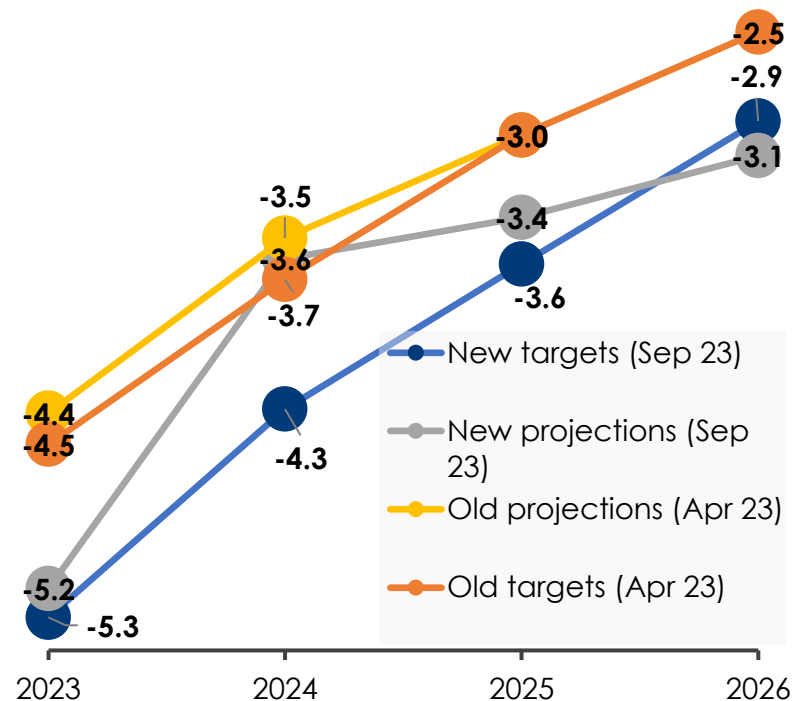
Il miglioramento del deficit tendenziale nel 2023 (al netto del Superbonus) è dovuto ai risparmi sulle misure approvate in risposta alla crisi energetica, nel 2024 agli effetti della riclassificazione del Superbonus.

Disavanzo "tendenziale" nel 2023
(scenario a legislazione invariata)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

... e il Governo ha optato per una manovra espansiva...

Misure discrezionali incluse nel Documento Programmatico di Bilancio (impatto sull'indebitamento netto della PA)

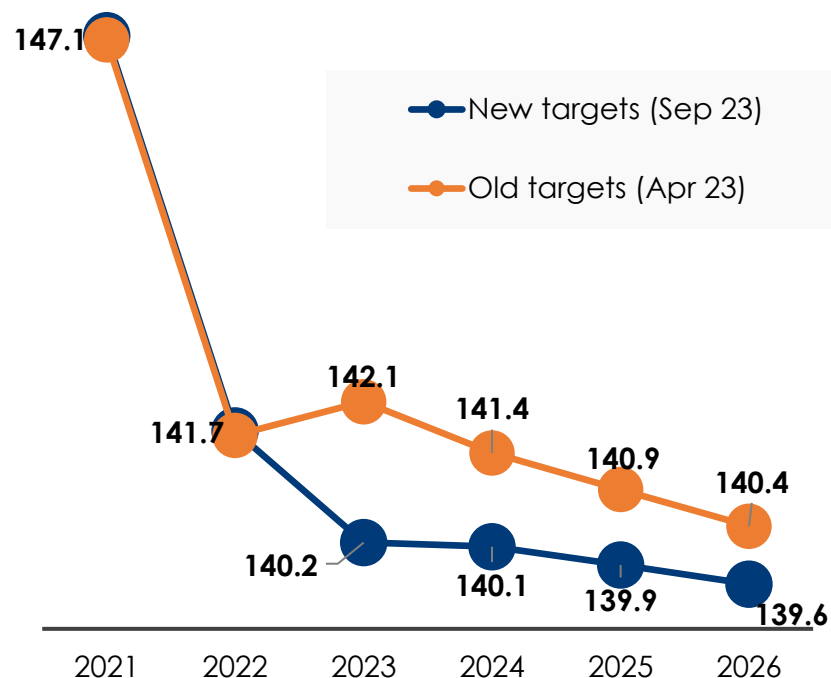
	Effetti finanziari cumulati (% PIL)				Effetti finanziari cumulati (mld)			
	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026
INTERVENTI								
Misure per ridurre il cuneo fiscale	0.000	-0.491	-0.015	0.000	0.000	-10.484	0.046	0.388
Riforma fiscale	0.000	-0.200	-0.217	-0.122	0.000	-4.270	-4.646	-2.479
Supporto alle imprese	-0.004	-0.107	0.000	-0.001	-0.082	-2.281	0.086	0.063
Politiche invariate e ministeri	0.000	-0.094	-0.053	-0.035	0.000	-2.007	-1.100	-0.689
Politiche per la famiglia	0.015	-0.080	-0.047	-0.051	0.308	-1.721	-0.991	-1.082
Sanità	0.000	-0.080	-0.113	-0.114	0.000	-1.708	-2.438	-2.461
Pubblico impiego	-0.051	-0.072	-0.116	-0.112	-1.046	-1.494	-2.468	-2.376
Sostegno agli investimenti pubblici	-0.005	-0.040	-0.054	-0.084	-0.103	-0.850	-1.160	-1.844
Altre spese/interventi	-0.013	-0.040	-0.046	-0.045	-0.267	-0.843	-0.976	-0.953
Interventi a livello locale	-0.046	-0.040	-0.038	-0.937	-0.943	-0.815	-0.771	-0.634
Misure per affrontare la crisi ucraina	-0.009	-0.024	-0.012	-0.012	-0.185	-0.505	-0.239	-0.239
Interventi per calamità naturali	0.000	-0.016	-0.020	-0.017	0.000	-0.342	-0.430	-0.362
Immigrazione e sicurezza	-0.001	-0.015	-0.013	-0.013	-0.021	-0.319	-0.275	-0.275
Misure per contrastare il caro energia	0.000	-0.009	0.000	0.000	0.000	-0.192	0.007	0.007
Altre entrate/interventi	0.000	-0.005	-0.001	-0.013	0.000	-0.107	-0.018	-0.292
TOTALE INTERVENTI	-0.068	-1.273	-0.707	-0.619	-1.394	-27.124	-14.603	-12.595
COPERTURE								
Revisione e rimodulazione della spesa	0.022	0.110	0.177	0.483	0.451	2.330	3.812	10.794
Pensioni	-0.072	0.055	-0.013	-0.013	-1.476	1.235	-0.269	-0.269
Altre spese/coperture	0.007	0.337	0.067	0.096	0.144	7.190	1.217	1.878
Altre entrate/coperture	0.000	0.070	0.302	0.251	0.000	1.495	6.627	5.463
TOTALE COPERTURE	-0.089	0.532	0.495	0.785	-1.825	11.435	10.616	17.233
TOTALE	-0.157	-0.741	-0.212	0.166	-3.219	-15.689	-3.986	4.638

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2024

...che però potrebbe mettere a rischio la traiettoria discendente del debito

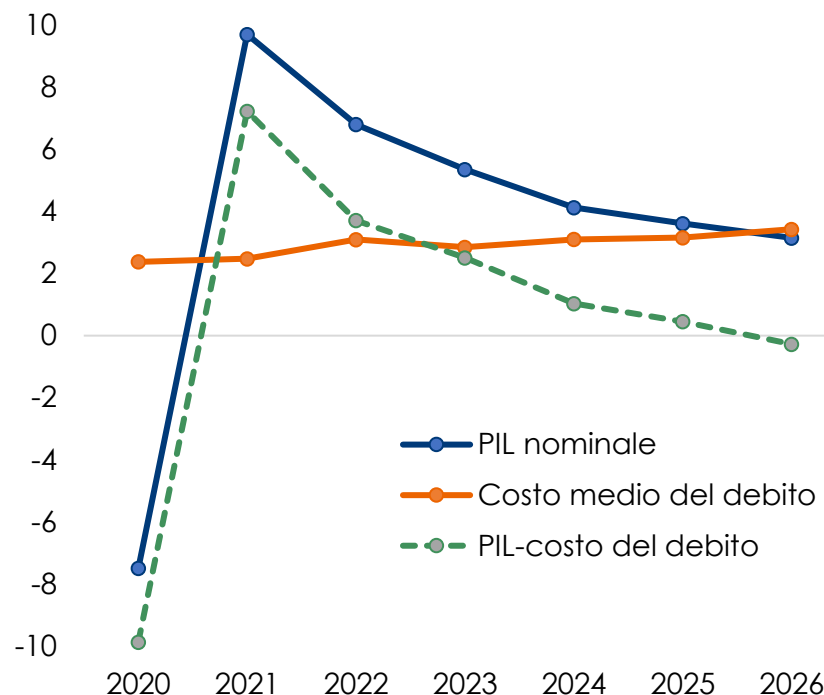
Debito/PIL solo -0,6% nel 2026 rispetto al 2023, e -1% è dovuto a un obiettivo di **privatizzazioni** che sembra ambizioso.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

G-i è ancora favorevole,
ma meno che nel 2021-23

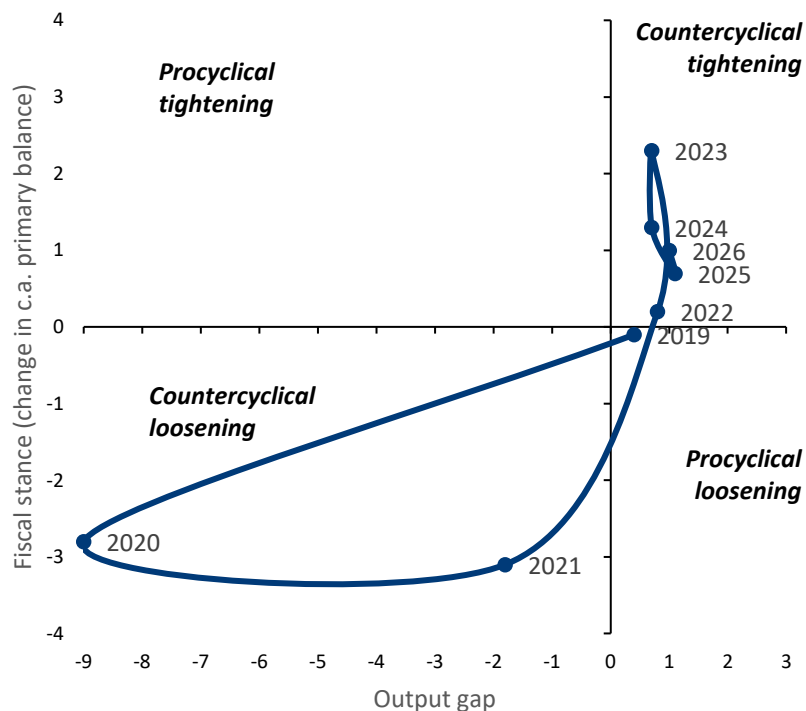


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

La stance fiscale in senso lato è ancora espansiva

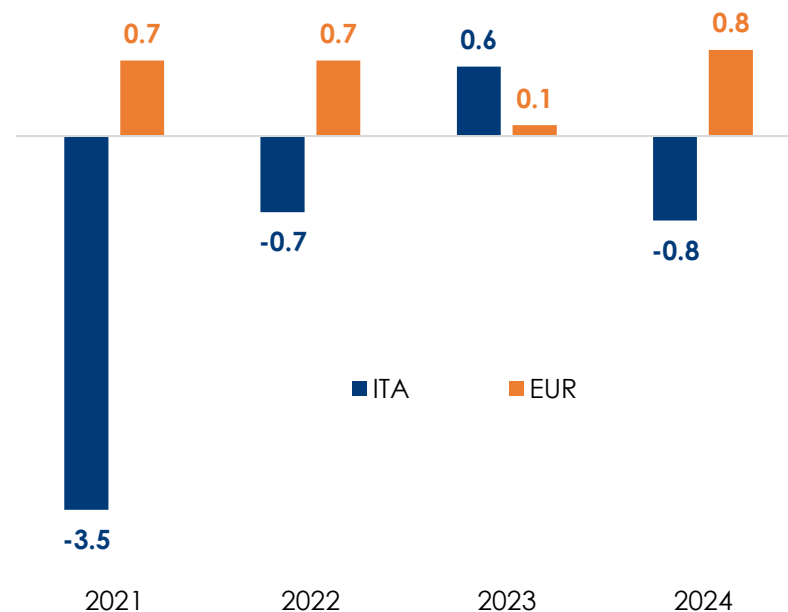
In teoria, la politica fiscale è entrata in territorio restrittivo dal 2023, ma l'inasprimento è dovuto alla scadenza delle misure contro gli alti prezzi dell'energia. Inoltre, la spesa finanziata da NGEU implica un allentamento della politica fiscale nel 2024.

Restrizione fiscale nel 2023-26...



Fonte: NADEF 2023, elaborazioni ISP

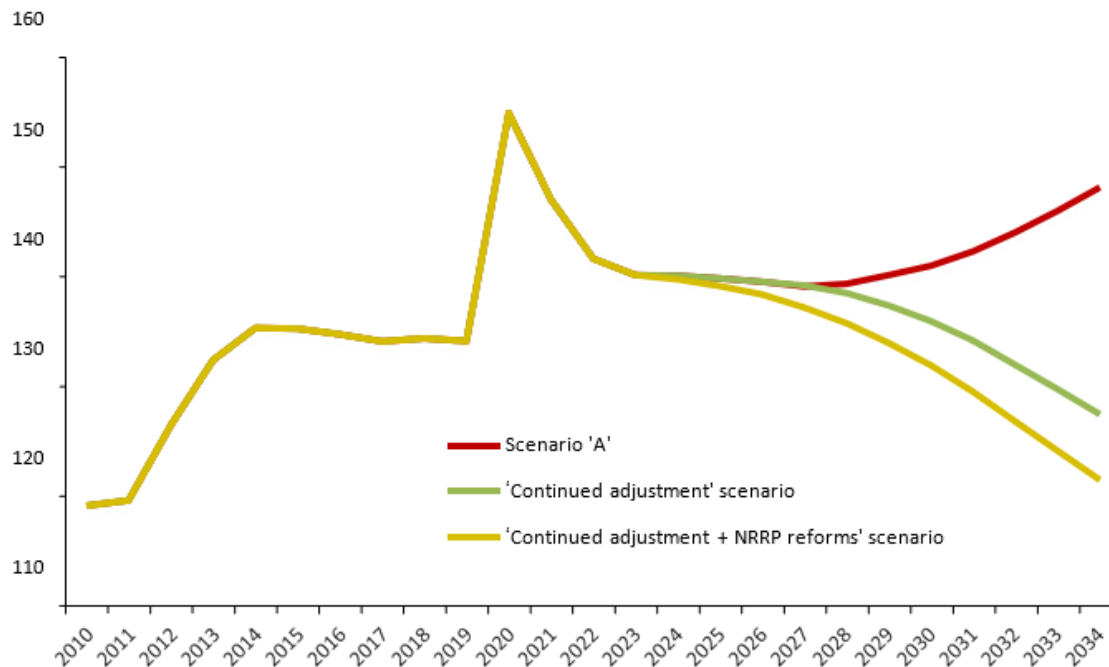
...ma il PNRR potrebbe più che compensare la stretta prevista nel 2024



Stime della BCE per l'area dell'euro, settembre 2023 (variazione del saldo primario corretto per il ciclo al netto delle sovvenzioni NGEU); per l'Italia, stime NADEF corrette per le elaborazioni ISP sulla spesa effettiva finanziata dai fondi NGEU

Disciplina fiscale e riforme sono inevitabili

Proiezione a medio/termine
del rapporto debito/PIL

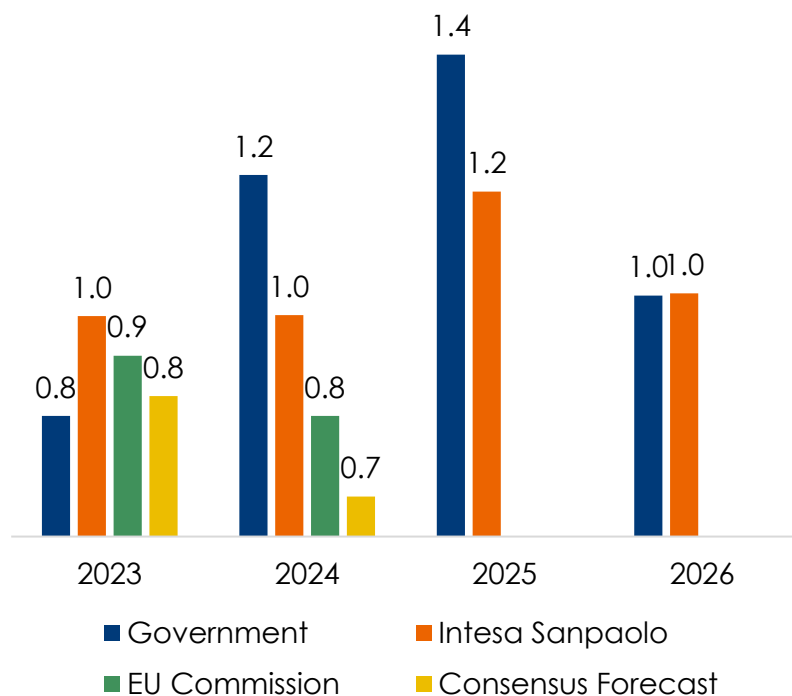


Fonte: NADEF 2023

- **Scenario A** = nessuna correzione fiscale oltre il 2026, nessun impatto delle riforme (include le spese legate all'invecchiamento)
- **Scenario "aggiustamento continuo"** = +0,55% di aggiustamento annuale del saldo primario strutturale a partire dal 2027
- **Scenario "aggiustamento continuo + riforme del PNRR"** = tassi di crescita del PIL più elevati ottenuti includendo gli impatti di investimenti e riforme del PNRR.

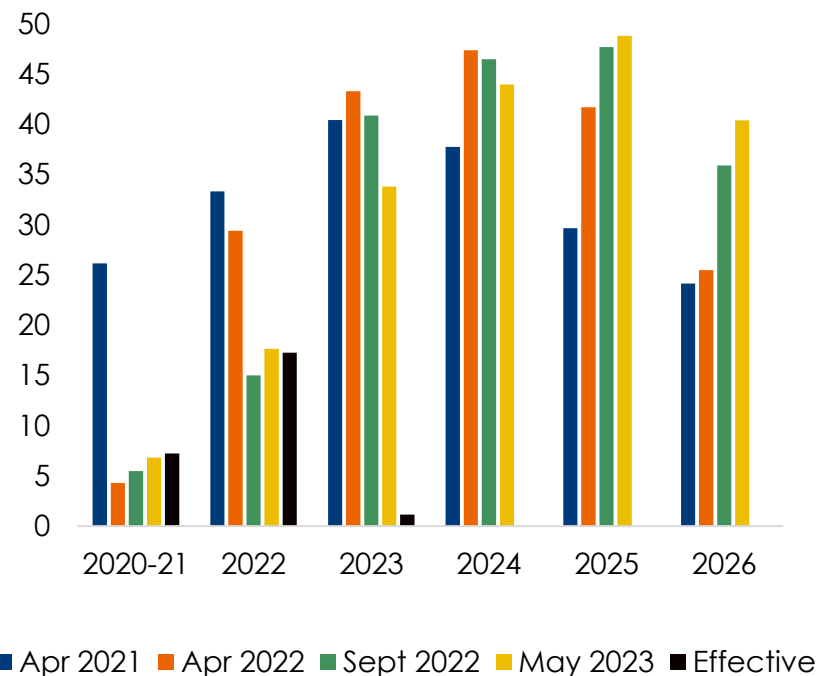
Criticità: (1) le stime di crescita sono ambiziose

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



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo, Commissione UE, Consensus Economics

Il governo conta su un'accelerazione significativa della spesa finanziata da NGEU

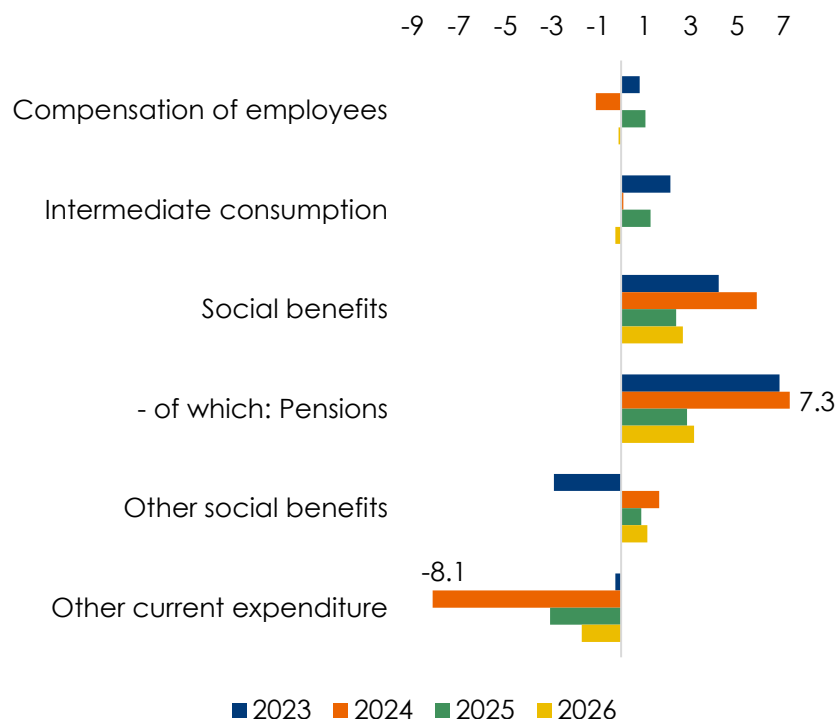


Nota: spesa effettiva 2023 aggiornata a fine febbraio.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

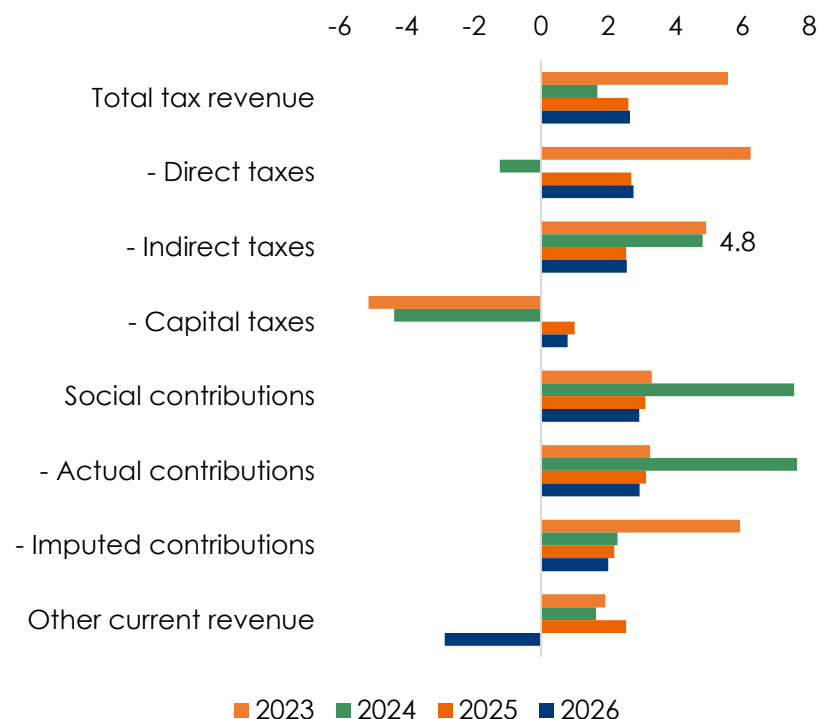
(2) alcune assunzioni su spese e entrate paiono ottimistiche...

(a) La spesa pensionistica non dà segni di moderazione; (b) Il Governo ipotizza consumi intermedi stabili e un calo di -8% delle altre spese correnti nel 2024; (c) Si assume che le imposte indirette mantengano il ritmo del 2023 nonostante la minore crescita del PIL nominale.

**Scenario a legislazione vigente:
variazioni % a/a dal lato della spesa**



**Scenario a legislazione vigente:
variazioni % a/a dal lato delle entrate**



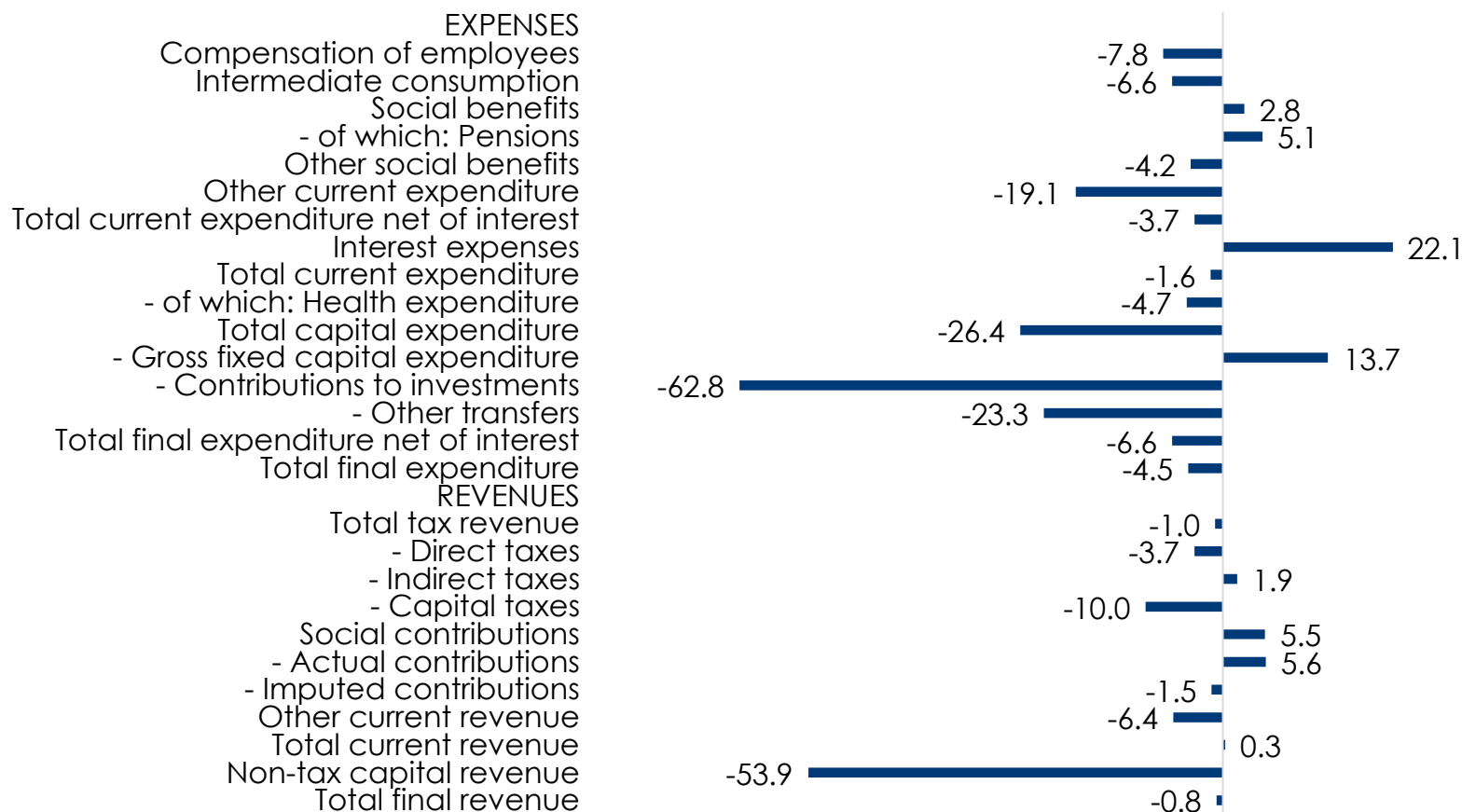
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati governativi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati governativi

... soprattutto se misurate a prezzi costanti

Le uniche voci di spesa in aumento al 2026 sono gli interessi, le pensioni e gli investimenti fissi (a causa del PNRR); ma i tagli di spesa potrebbero rivelarsi non facili da realizzare. Sul fronte delle entrate, l'obiettivo è ridurre la pressione fiscale.

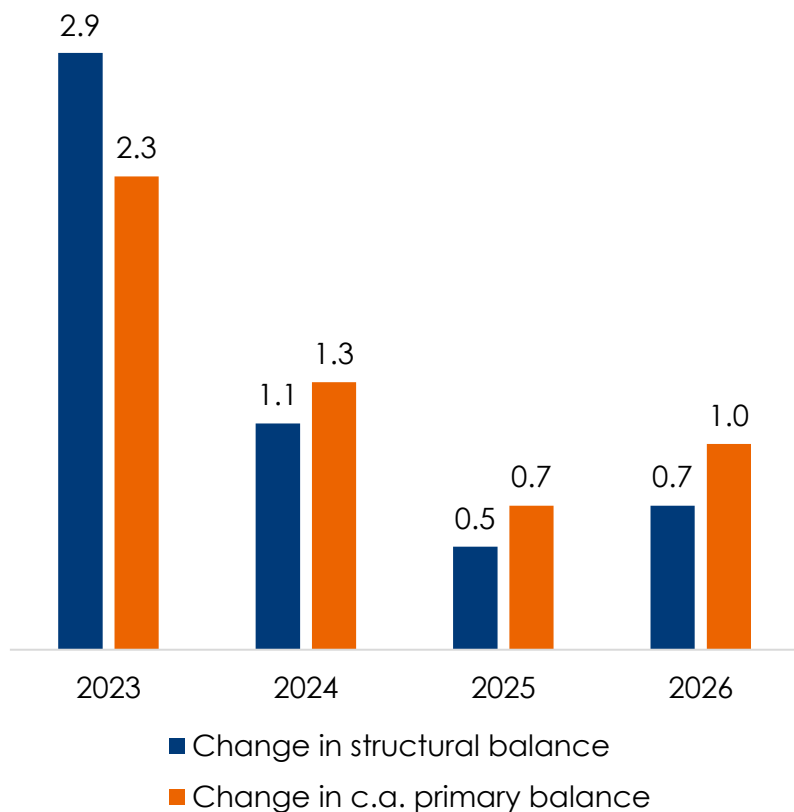
Variation % nel 2026 rispetto al 2023 a prezzi costanti



Nota: deflatore del PIL utilizzato per calcolare le variazioni a prezzi costanti.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati governativi

(3) La UE potrebbe aprire una procedura di deficit eccessivo per l'Italia

Variation del saldo strutturale e del saldo primario corretto per il ciclo (% del PIL)

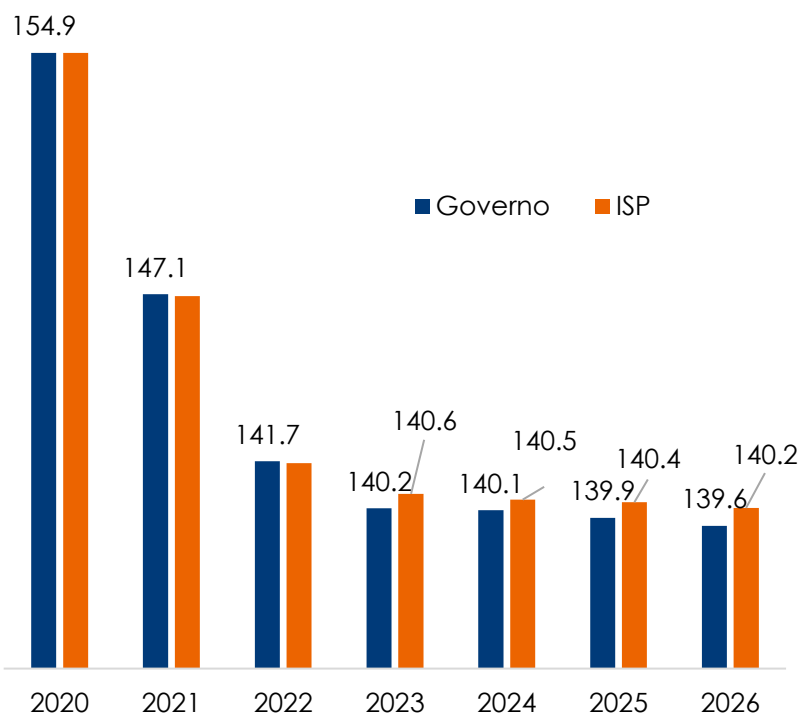


- La variazione del saldo strutturale nel 2024 rispetto al 2023 è congrua, ma il deficit nominale è visto rimanere sopra il 3% anche nel 2024-25.
- Il Governo nel DPB non prospetta misure una tantum, ma sta finanziando i tagli fiscali in via temporanea (dal 2025, solo per le "politiche invariate", occorrerà trovare ben oltre 10 miliardi).
- Il Governo non ha fornito dettagli su come intende raggiungere il target sulle privatizzazioni.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

(4) Il calo del debito è assai modesto e si basa sulle privatizzazioni...

Debito in % del PIL



Fonte: NADEF 2023

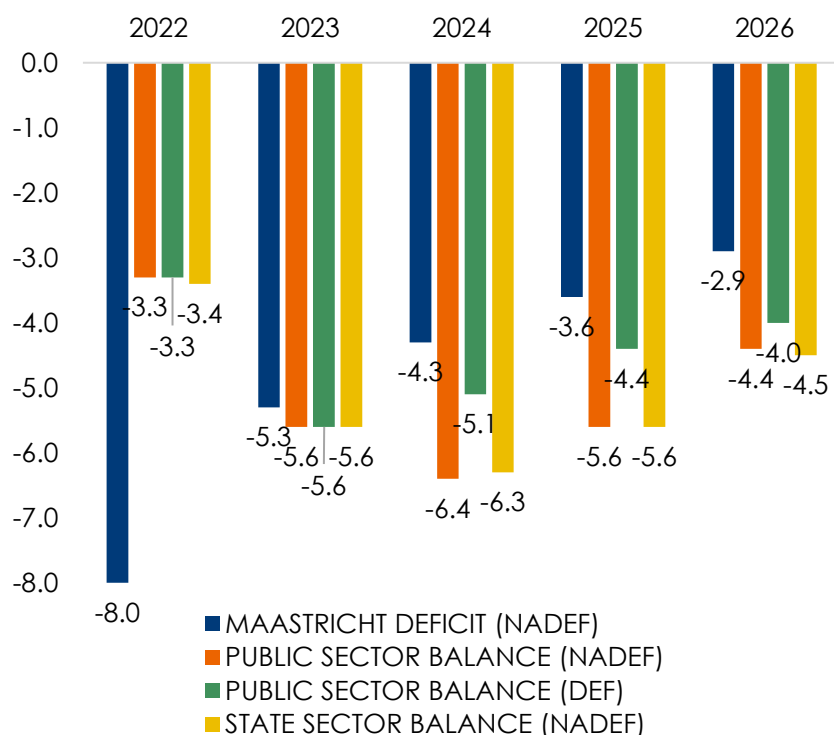
Partecipazioni dirette del MEF in società quotate

Società	Quota diretta	Capitalizzazione (mld)	Incasso potenziale (mld)
Enav	53.28%	1.8	0.9
Enel	23.59%	58.4	13.8
Eni	4.34%	52.4	2.3
Leonardo	30.20%	8.3	2.5
Poste Italiane	29.26%	12.7	3.7
MPS	64.23%	3.2	2.1
TOTALE SOCIETA' QUOTATE			25.3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

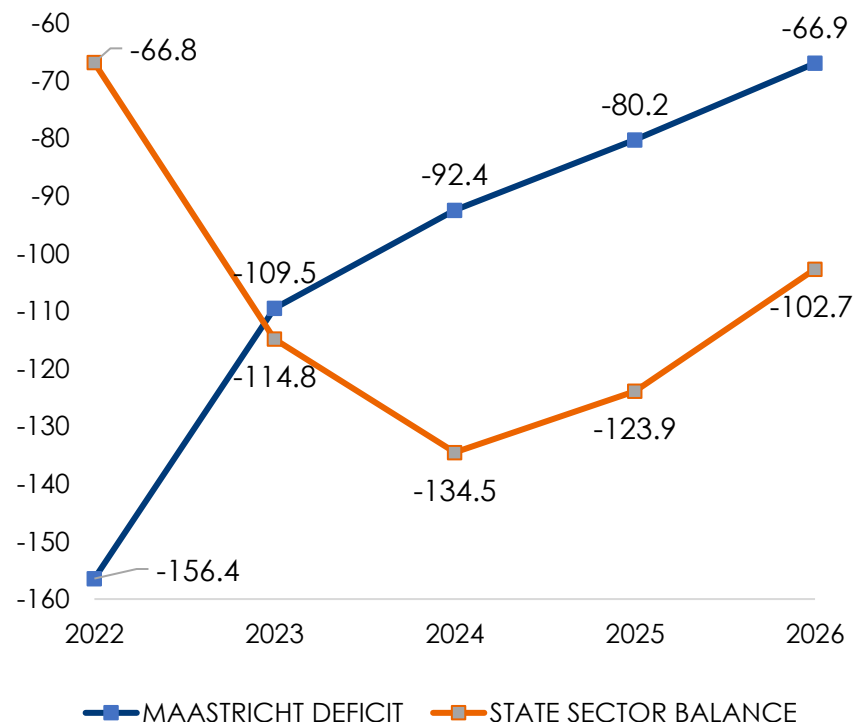
... poiché le prospettive per il fabbisogno di cassa sono peggiori di quanto stimato 6 mesi fa

Il fabbisogno di cassa della PA e del settore statale è significativamente superiore al deficit di competenza (% del PIL)



Fonte: NADEF 2023

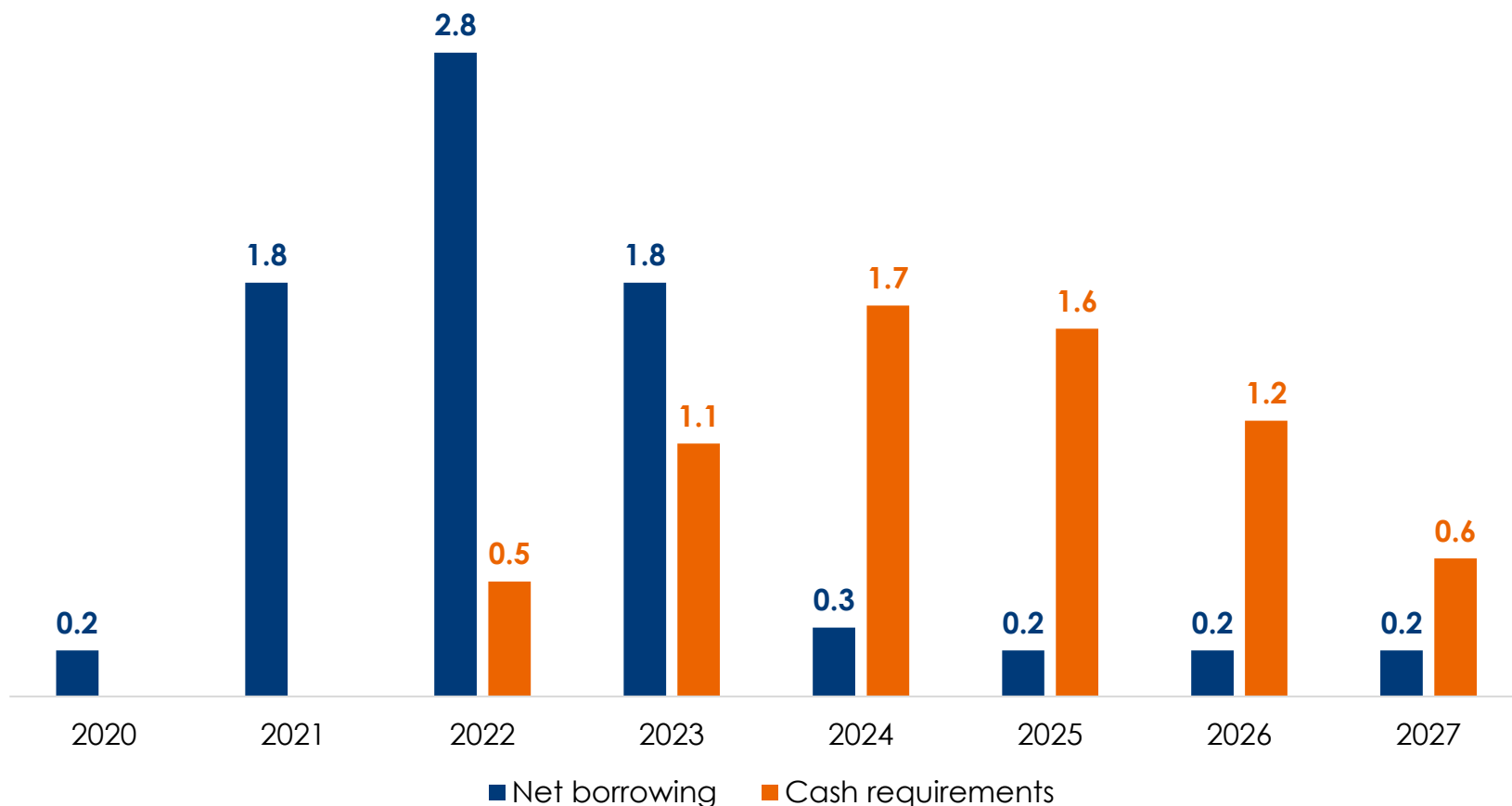
Saldo di competenza della PA e saldo di cassa del settore statale (miliardi di euro)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

L'impatto stimato del Superbonus su fabbisogno di cassa e debito sarà massimo nel 2024-25

Impatto del Superbonus su deficit di competenza e fabbisogno di cassa del settore pubblico (% PIL)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Governo italiano

Importanti comunicazioni

Certificazione degli analisti

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 separatezza 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 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.

A cura di:

Luca Mezzomo, Paolo Mameli, Aniello Dell'Anno, Andrea Volpi, Simone Zava (Macroeconomic Research, Intesa Sanpaolo)