

## Macro Rapid Response

### Previsioni d'autunno della Commissione Europea

La Commissione europea ha pubblicato le previsioni economiche d'autunno 2023 con il consueto aggiornamento sulle finanze pubbliche, propedeutico alla preparazione del parere di Bruxelles sui Documenti Programmatici di Bilancio nazionali previsto per la prossima settimana. Per quanto riguarda l'Italia, la Commissione prevede un aumento del debito pubblico in rapporto al PIL, sia nel 2024 che nel 2025. Anche ipotizzando un accordo sulla riforma delle regole di bilancio, le nuove proiezioni della Commissione UE dipingono complesse prospettive di finanza pubblica per l'Italia.

La Commissione UE ha abbassato le **stime di crescita del PIL** sia per l'anno in corso che per il prossimo, e ora **prevede che l'economia dell'Eurozona si espanda dello 0,6% nel 2023 e dell'1,2% nel 2024**, rispetto allo 0,8% e all'1,3% contenuti nel rapporto estivo. Le previsioni per quest'anno sono in linea con il consenso, ma il profilo trimestrale mostra una crescita congiunturale dello 0,2% nel 4° trimestre del 2023, dello 0,3% nel 1° trimestre del 2024 e dello 0,4% nel resto dell'anno, stime che ci appaiono ottimistiche dato il recente aumento dei rischi al ribasso. In effetti, **le previsioni per il 2024 sono ben al di sopra delle nostre stime e di quelle del mercato** (come lo erano state già a settembre). Secondo la Commissione, il PIL aumenterà dell'1,6% nel 2025 (in linea con le nostre previsioni).

Le revisioni delle **previsioni sull'inflazione** sono invece più contenute e non cambiano il messaggio di fondo di prosecuzione del processo disinflazionistico nei prossimi anni. La crescita dei prezzi al consumo è ora vista al 5,6% quest'anno (invariata), prima di rallentare al 3,2% nel 2024 (dal 2,9% della stima precedente) e al 2,2% nel 2025. Vale la pena notare che la Commissione prevede che l'inflazione armonizzata rimanga leggermente al di sopra del 2% almeno fino alla fine dell'orizzonte previsivo (2,1% nel 4° trimestre del 2025).

Per quanto riguarda la **politica fiscale**, dopo l'eccezionale allentamento dovuto alla pandemia e alla crisi energetica, **si farà leggermente restrittiva nei prossimi anni**, con un aumento di 0,6 punti percentuali del saldo primario corretto per il ciclo (la misura migliore per monitorare l'orientamento della politica fiscale) nel 2024 e un ulteriore incremento di 0,1 punti percentuali nel 2025. Tra le principali economie, Bruxelles prevede che i **disavanzi di bilancio** si ridurranno gradualmente nei prossimi anni, ma **rimarranno al di sopra della soglia del 3% almeno fino al 2025 in Francia, Italia, Spagna e Belgio** (il divario rispetto agli obiettivi governativi e alle nostre stime sembra particolarmente ampio per la Spagna). **La tendenza di riduzione del debito in percentuale del PIL è destinata ad arrestarsi in Francia** (dal 111,8% dello scorso anno al 109,6% nel 2023, 109,5% nel 2024 e 110% nel 2026), in **Belgio** (dal 104,3% nel 2022 al 106,3% nel 2023, 106,4% nel 2024 e 107,3% nel 2025) e in **Italia** (dal 141,7% nel 2022 al 139,8% nel 2023, 140,6% nel 2024 e 140,9% nel 2025).

In **Italia** la Commissione UE prevede che il **deficit** diminuisca solo leggermente nei prossimi anni: dal 5,3% del PIL nel 2023 al 4,4% nel 2024 e al 4,3% nel 2025. Le proiezioni per il 2024 sono circa in linea con le stime del Governo (4,3% del PIL), ma differiscono in misura sostanziale nel 2025 (3,6% del PIL nella NADEF), in quanto **la Commissione ipotizza un'estensione dei tagli al cuneo contributivo e un ulteriore aumento dei salari pubblici** (che si riflette in un minore avanzo primario), **nonché una maggiore spesa per interessi**. La tendenza di calo non è comunque particolarmente incoraggiante, poiché le proiezioni sull'indebitamento netto per il 2024 e il 2025 sono state favorite dalla riclassificazione dei crediti relativi ai bonus edilizi come "non-payable" a partire dal prossimo anno.

Il divario tra le proiezioni della Commissione e gli obiettivi del governo italiano è ancora più ampio se si guarda al **saldo strutturale** che, dopo essere migliorato di 3 punti percentuali nel 2023 e di 1

15 novembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Andrea Volpi  
Economista - Area euro

punto percentuale nel 2024, dovrebbe peggiorare leggermente (di 0,1 punti percentuali) tra il 2024 e il 2025. Questa differenza si spiega anche con le diverse stime sull'output gap (visto nel 2025 all'1,6% dalla Commissione contro l'1,1% del Governo).

**Anche per l'Italia, la Commissione stima una minore crescita del PIL reale** nel triennio 2023-25, ma con un deflatore (sorprendentemente) più alto; in sintesi, la differenza in termini di PIL nominale non è significativa (5,6% nel 2023, 3,6% nel 2024, 4,1% nel 2025 contro stime governative di 5,3%, 4,1% e 3,6% rispettivamente). La Commissione non si aspetta una chiara tendenza di riduzione del **rapporto debito/PIL**, che dovrebbe **scendere dal 141,7% del PIL nel 2022 al 139,8% nel 2023 per poi risalire negli anni successivi al 140,6% nel 2024 e al 140,9% nel 2025**, in quanto il differenziale tra crescita e costo del debito si farà progressivamente meno favorevole e l'impatto ritardato sui flussi di cassa dei bonus edilizi avrà implicazioni rialziste per il debito. Il Governo italiano prevede di ridurre il debito pubblico dal 141,7% nel 2022 al 140,2% nel 2023, al 140,1% nel 2024, al 139,9% nel 2025 e al 139,6% nel 2026, ma **le stime governative si basano su un ambizioso piano di privatizzazioni pari a circa l'1% del PIL, che la Commissione UE non sembra aver ipotizzato nelle sue ipotesi di "no-policy-change"**, verosimilmente per via dell'assenza di un piano sufficientemente dettagliato.

In sintesi, con un deficit di bilancio superiore al 3% del PIL e senza molte certezze su un aggiustamento strutturale nei prossimi anni, **sembra probabile una procedura per disavanzo eccessivo (per l'Italia come per molti altri Paesi)**, soprattutto se non si raggiunge un accordo sulla riforma del Patto di Stabilità e Crescita entro la fine dell'anno. Tuttavia, anche con nuove regole di bilancio, i rischi al rialzo sul debito pubblico suggeriscono che l'Italia rimarrà sotto i riflettori.

**Previsioni di PIL**

	Autumn 2023 forecast			Summer 2023 forecast	
	2023	2024	2025	2023	2024
Germania	-0.3	0.8	1.2	-0.4	1.1
Francia	1.0	1.2	1.4	1.0	1.2
Spagna	2.4	1.7	2.0	2.2	1.9
Italia	0.7	0.9	1.2	0.9	0.8
<b>Eurozona</b>	<b>0.6</b>	<b>1.2</b>	<b>1.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.3</b>

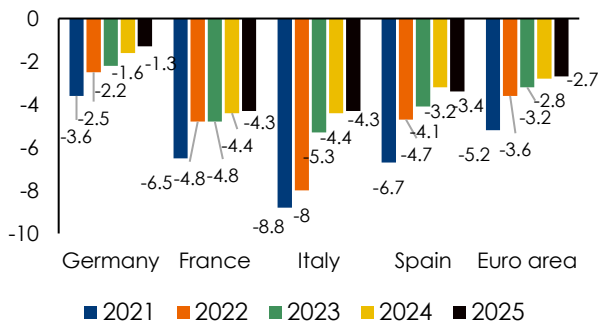
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**Previsioni d'inflazione**

	Autumn 2023 forecast			Summer 2023 forecast	
	2023	2024	2025	2023	2024
Germania	6.2	3.1	2.2	6.4	2.8
Francia	5.8	3.0	2.0	5.6	2.7
Spagna	3.6	3.4	2.1	3.6	2.9
Italia	6.1	2.7	2.3	5.9	2.9
<b>Eurozona</b>	<b>5.6</b>	<b>3.2</b>	<b>2.2</b>	<b>5.6</b>	<b>2.9</b>

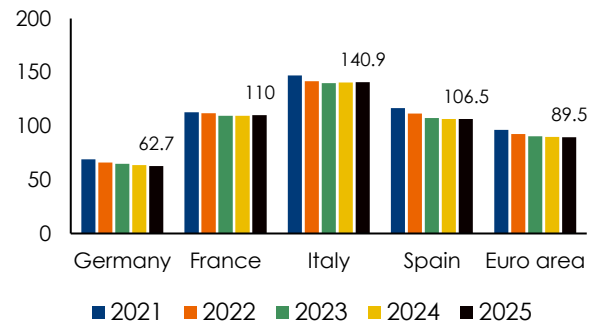
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**Indebitamento netto (% PIL)**



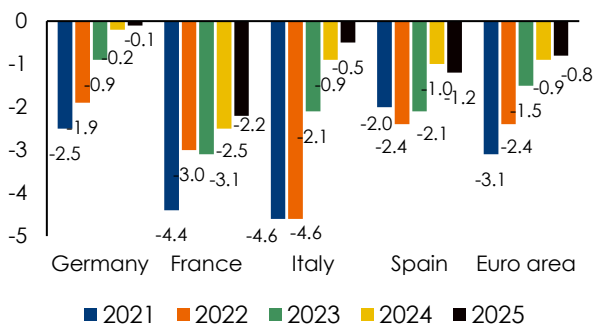
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**Debito pubblico (% PIL)**



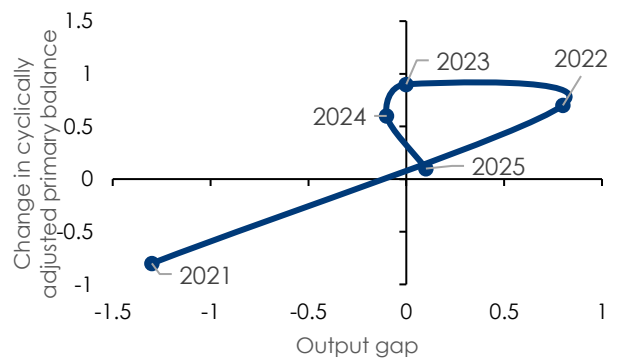
Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**Saldo primario corretto per il ciclo (% PIL)**



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**In Eurozona la politica fiscale si farà leggermente restrittiva nei prossimi anni**



Fonte: Intesa Sanpaolo, AMECO

**Italia: previsioni di finanza pubblica**

<b>EU Commission Autumn 2023 Economic Forecast</b>						
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	
Real GDP	8.3	3.7	0.7	0.9	1.2	
Deflator	1.4	3.0	4.9	2.7	2.9	
Nominal GDP	9.7	6.8	5.6	3.6	4.1	
Primary balance	-5.3	-3.8	-1.4	-0.2	0.3	
Interest spending	3.5	4.3	3.8	4.2	4.6	
Budget balance	-8.8	-8.0	-5.3	-4.4	-4.3	
Output gap	-1.3	1.5	1.2	1.2	1.6	
Cyclically adjusted primary balance	-4.6	-4.6	-2.1	-0.9	-0.5	
Cyclically adjusted budget balance	-8.1	-8.8	-5.9	-5.0	-5.1	
Structural budget balance	-8.5	-9.1	-6.1	-5.1	-5.2	
Debt	147.1	141.7	139.8	140.6	140.9	
<b>NADEF 2023</b>						
	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Real GDP	8.3	3.7	0.8	1.2	1.4	1.0
Deflator	1.4	3.0	4.5	2.9	2.1	2.1
Nominal GDP	9.7	6.8	5.3	4.1	3.6	3.1
Primary balance	-5.3	-3.8	-1.5	-0.2	0.7	1.6
Interest spending	3.5	4.3	3.8	4.2	4.3	4.6
Budget balance	-8.8	-8.0	-5.3	-4.3	-3.6	-2.9
Output gap	-1.8	0.8	0.7	0.7	1.1	1.0
Cyclically adjusted primary balance	-4.4	-4.2	-1.9	-0.6	0.1	1.1
Cyclically adjusted budget balance	-7.9	-8.5	-5.7	-4.7	-4.2	-3.5
Structural budget balance	-8.3	-8.7	-5.9	-4.8	-4.3	-3.5
Debt	147.1	141.7	140.2	140.1	139.9	139.6

Fonte: Intesa Sanpaolo, NADEF 2023, AMECO

## 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.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](mailto:luca.mezzomo@intesasnpaolo.com)

[alessio.tiberi@intesasnpaolo.com](mailto:alessio.tiberi@intesasnpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Aniello Dell'Anno

Andrea Volpi

Simone Zava

[paolo.mameli@intesasnpaolo.com](mailto:paolo.mameli@intesasnpaolo.com)

[aniello.dellanno@intesasnpaolo.com](mailto:aniello.dellanno@intesasnpaolo.com)

[andrea.volpi@intesasnpaolo.com](mailto:andrea.volpi@intesasnpaolo.com)

[simone.zava@intesasnpaolo.com](mailto:simone.zava@intesasnpaolo.com)