

Focus Italia

Verso un DEF “leggero”, scelte rimandate a settembre

5 aprile 2024

Nel DEF in uscita settimana prossima, le assunzioni sulla crescita del PIL potrebbero essere riviste moderatamente al ribasso, con effetti per ora contenuti sul deficit, ma difficilmente il nuovo quadro di finanza pubblica potrà evitare una risalita del rapporto debito/PIL già a partire da quest'anno (sia pure su livelli inferiori a quelli indicati nella NADEF di settembre). Le scelte sugli obiettivi programmatici per il 2025 dovrebbero essere rimandate alla negoziazione con la Commissione prevista dopo le elezioni europee, in ottemperanza al nuovo quadro regolatorio emerso dalla riforma della governance UE, che peraltro non dovrebbe implicare né una manovra correttiva per il 2024 né un maggiore aggiustamento per il 2025 rispetto a quanto già previsto a politiche invariate.

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista - Italia

In Italia, la settimana prossima (verosimilmente, martedì 9) è attesa la diffusione del DEF, che delinea il trend atteso per i principali aggregati di finanza pubblica nei prossimi anni. Tuttavia, **dovrebbe trattarsi di un documento “leggero”**, in quanto il Governo non è obbligato a presentare gli orientamenti di politica economica per gli anni futuri, poiché vi è un accordo a livello UE per presentare i primi piani pluriennali previsti dalle nuove regole (che disegneranno le traiettorie degli aggregati di finanza pubblica in accordo con la Debt Sustainability Analysis) a settembre (pertanto, sarà la NADEF di fine settembre a delineare con ogni probabilità gli obiettivi programmatici per il 2025-27, che saranno poi dettagliati nella manovra di bilancio da presentare a ottobre).

Peraltro, **se, come sembra scontato, l'Italia sarà soggetta a Procedura per Deficit Eccessivo** (assieme ai numerosi altri paesi dell'Eurozona che hanno registrato un indebitamento superiore al 3% del PIL nel 2023, tra i quali Belgio, Spagna e Francia), **sarà richiesto un aggiustamento strutturale di almeno mezzo punto di PIL all'anno, che appare coerente con il profilo delineato dall'ultima NADEF** (che prospettava una correzione strutturale di 1,1% nel 2024, 0,5% nel 2025 e 0,7% nel 2026); anzi l'aggiustamento previsto a politiche invariate nel 2024 potrebbe risultare maggiore dell'1,1%, visto l'ampliarsi del deficit 2023. Inoltre, il nuovo quadro regolatorio prevede, per il periodo transitorio fino al 2027, la possibilità di escludere dalla correzione la maggiore spesa per interessi e per la difesa, e verosimilmente anche almeno in parte i maggiori investimenti per transizione energetica e digitale; quindi, a nostro avviso, non solo è poco probabile che venga richiesta una manovra correttiva per l'anno in corso, ma **non è da escludere che, con riferimento alla manovra per il 2025, il Governo possa optare per “ammorbire” la correzione fiscale che era prevista nella NADEF (ma tale decisione verrà presa più avanti, in settembre).**

Come potrebbe cambiare il quadro di finanza pubblica rispetto a quello delineato nella NADEF 2023?

Quadro programmatico NADEF 2023 (settembre 2023)	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	4.0	0.8	1.2	1.4	1.0
Deficit (% PIL)	-8.0	-5.3	-4.3	-3.6	-2.9
Avanzo primario (% PIL)	-3.8	-1.5	-0.2	0.7	1.6
Interessi passivi (% PIL)	4.3	3.8	4.2	4.3	4.6
Debito (% PIL)	141.7	140.2	140.1	139.9	139.6
Previsioni Intesa Sanpaolo (aprile 2024)	2022	2023	2024	2025	2026
Tasso di crescita del PIL	4.0	0.9	0.7	1.2	1.0
Deficit (% PIL)	-8.6	-7.2	-4.4	-3.7	-3.0
Avanzo primario (% PIL)	-4.3	-3.4	-0.4	0.3	1.3
Interessi passivi (% PIL)	4.2	3.8	4.0	4.0	4.3
Debito (% PIL)	140.5	137.3	138.6	139.5	139.8

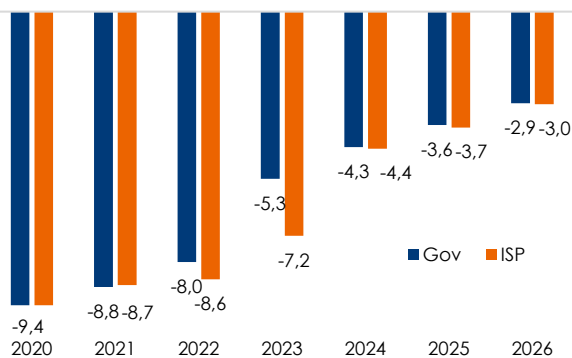
Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo italiano

Le prime indiscrezioni puntano verso una revisione al ribasso delle stime di crescita del PIL sia per il 2024, all'1% dall'1,2% pubblicato nella NADEF di settembre, che per il 2025, a 1,2% da 1,4%. Tali stime, sebbene superiori al consenso, non sono da considerarsi come irrealistiche nel caso in cui si verifichi l'accelerazione nei flussi di spesa effettiva su cui punta il Governo (oltre 40 miliardi nel 2024, circa il doppio di quanto speso nel 2023), su cui l'incertezza resta elevata ma l'evidenza aneddotica recente pare più incoraggiante. **La revisione delle stime di crescita del PIL è coerente con un deficit 2024 attorno a 4,4%**, solo lievemente più alto del 4,3% contenuto nella NADEF (sebbene fonti di stampa nei giorni scorsi abbiano riportato stime più elevate, sino a 4,7%); in effetti, l'andamento del fabbisogno del settore statale nei primi tre mesi dell'anno non è sfavorevole, in quanto registra un miglioramento di 3 miliardi rispetto allo stesso periodo dello scorso anno (nella NADEF, il fabbisogno 2024 era previsto peggiorare di 20 miliardi rispetto al 2023). Il 2025 dovrebbe vedere per ora una conferma degli obiettivi precedenti (3,6%), ma la scelta sugli obiettivi programmatici per l'anno prossimo sarà presa, come detto, più avanti.

La principale sfida per il 2025 è legata alle coperture per il rinnovo del taglio del cuneo contributivo e dell'Irpef (al momento finanziati solo per il 2024) per circa 15 miliardi di euro, a cui si aggiungerebbero altre misure da rifinanziare per un totale di circa 20 miliardi di euro; in tal senso, la tentazione di rivedere il target di indebitamento 2025, nel rispetto del nuovo quadro regolatorio, pare forte.

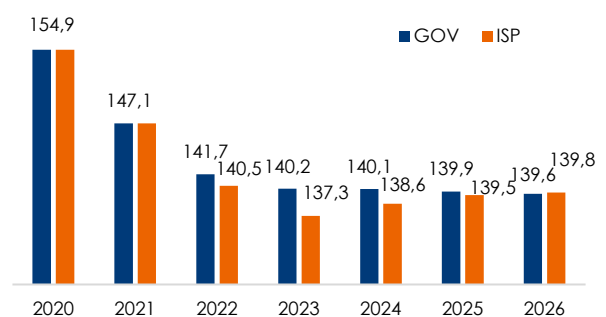
In ogni caso, **difficilmente il nuovo quadro di finanza pubblica potrà evitare una risalita del rapporto debito/PIL già da quest'anno** (di almeno un punto nel 2024, riteniamo, sia pure su livelli inferiori a quelli indicati nella NADEF di settembre); la risalita potrebbe continuare anche negli anni successivi, pur assumendo l'ambizioso target di privatizzazioni per 20 miliardi annunciato dal Governo per il 2024-26, per via sia del fatto che la crescita del PIL nominale tornerà inferiore al costo medio del debito (dal 2025, nelle nostre stime), sia per gli effetti ritardati dei bonus edilizi (oltre 30 miliardi all'anno), che dovrebbero più che compensare il ritorno in surplus del saldo primario (atteso anch'esso dal 2025).

Il rapporto deficit/PIL è atteso ridursi nei prossimi anni...



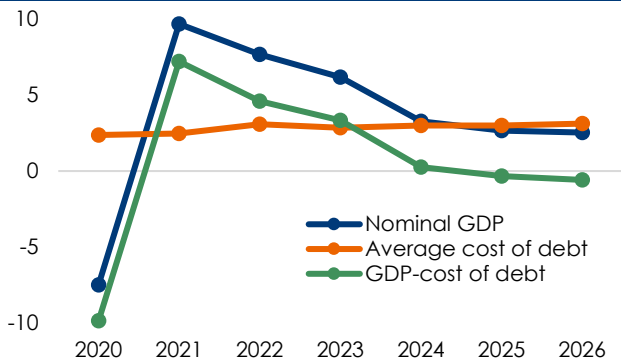
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2023

...mentre il rapporto debito/PIL potrebbe vedere una risalita...



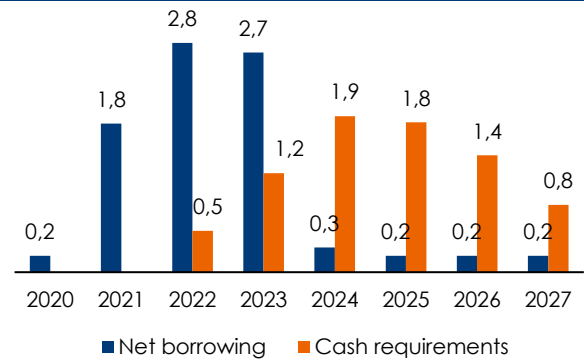
Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, NADEF 2023

...per via di un differenziale meno favorevole tra crescita del PIL nominale e costo medio del debito...



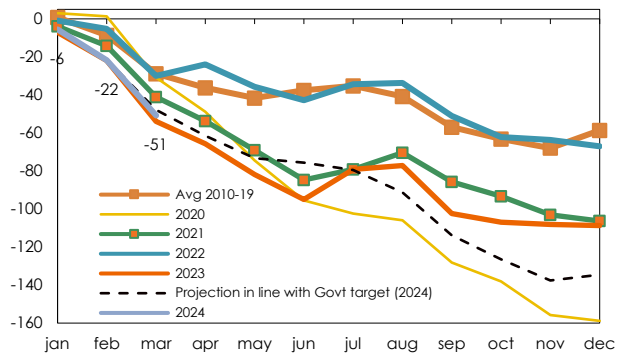
Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo su dati governo, Istat

...e dell'impatto del Superbonus (che abbiamo rivisto al rialzo di tre decimi di PIL in media all'anno sul 2024-27, rispetto alle stime di tre mesi fa)



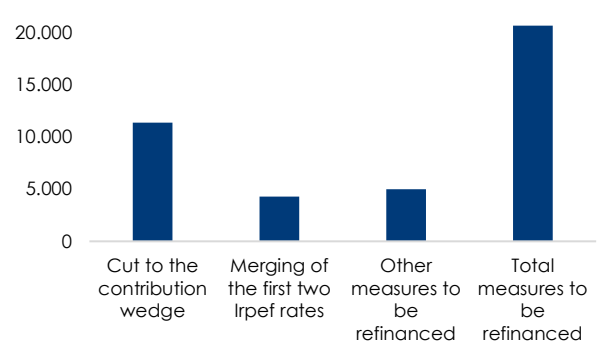
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati governo, Istat

L'andamento del fabbisogno nei primi tre mesi dell'anno non evidenzia scostamenti preoccupanti rispetto al target 2024, o rispetto allo stesso periodo del 2023



Nota: miliardi di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

La principale sfida per la manovra 2025 sarà rappresentata dall'esigenza di rifinanziare misure per circa 20 miliardi



Nota: milioni di euro. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Governo

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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com