

## Macro Rapid Response

### Il DEF “leggero” conferma (per ora) gli obiettivi sul deficit, debito in risalita per effetto del Superbonus

10 aprile 2024

Il DEF approvato dal Governo italiano rivede lievemente al ribasso le stime di crescita del PIL, con effetti limitati sull'indebitamento tendenziale. Gli obiettivi programmatici per gli anni dal 2025 saranno però definiti entro settembre in ottemperanza al nuovo quadro regolatorio UE. Il rapporto debito/PIL, come ampiamente previsto, risale a partire da quest'anno, ma i numeri su tutto l'orizzonte previsivo sono inferiori a quelli attesi alla vigilia (nonché a quelli previsti dalla NADEF di settembre); al momento in cui scriviamo, non sono note le ipotesi in merito all'adesione ai bonus edilizi prevista dal governo dal 2024 in poi.

Research Department

Il Governo ha approvato ieri il **DEF 2024**, che delinea le nuove proiezioni di finanza pubblica sull'orizzonte fino al 2027. Il documento contiene il solo quadro tendenziale (a legislazione invariata), in quanto gli obiettivi programmatici per gli anni dal 2025 in poi scaturiranno dalla interlocuzione con la Commissione sulla base dei “piani pluriennali” previsti dal nuovo quadro regolatorio Ue, da presentare entro il 20 di settembre. Il documento, al momento in cui scriviamo, non è ancora stato diffuso nella sua interezza, ma le **principali novità rispetto al precedente quadro di finanza pubblica** (contenuto nella NADEF di fine settembre 2023) sono le seguenti:

Macroeconomic Research

Paolo Mameli  
Economista - Italia

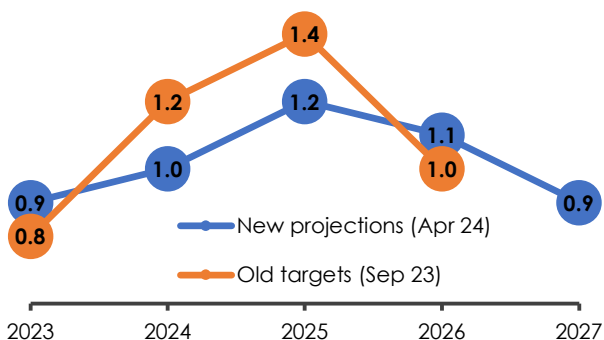
- il nuovo quadro macroeconomico di riferimento contiene una **revisione al ribasso delle stime sulla crescita del PIL**, da 1,2% a 1% per l'anno in corso e da 1,4% a 1,2% per l'anno prossimo; viceversa, la proiezione per il 2026 è stata rivista marginalmente al rialzo da 1% a 1,1%, e il PIL è visto poi allo 0,9% nel 2027;
- **il profilo atteso del deficit è stato confermato in linea con il precedente obiettivo per l'anno in corso, al 4,3% del PIL, ed è stato alzato di un decimo per i due anni successivi**, a 3,7% nel 2025 e 3% nel 2026; il disavanzo è visto poi ridursi ulteriormente al 2,2% nel 2027;
- **il profilo del rapporto debito/PIL è spostato verso il basso rispetto alle stime precedenti per effetto della revisione del PIL nominale comunicata da Istat a marzo, ma il debito è visto in risalita** di mezzo punto percentuale quest'anno, al 137,8% del PIL, e di circa un punto all'anno nel biennio successivo (138,9% nel 2025 e 139,8% nel 2026); il debito riprenderebbe a calare solo dal 2027, al 139,6%.

#### Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro tendenziale DEF 2024	2023	2024	2025	2026	2027
Tasso di crescita del PIL	0.9	1.0	1.2	1.1	0.9
Deficit (% PIL)	-7.2	-4.3	-3.7	-3.0	-2.2
Debito (% PIL)	137.3	137.8	138.9	139.8	139.6
Quadro programmatico NADEF 2023	2023	2024	2025	2026	
Tasso di crescita del PIL	0.8	1.2	1.4	1.0	
Deficit (% PIL)	-5.3	-4.3	-3.6	-2.9	
Debito (% PIL)	140.2	140.1	139.9	139.6	

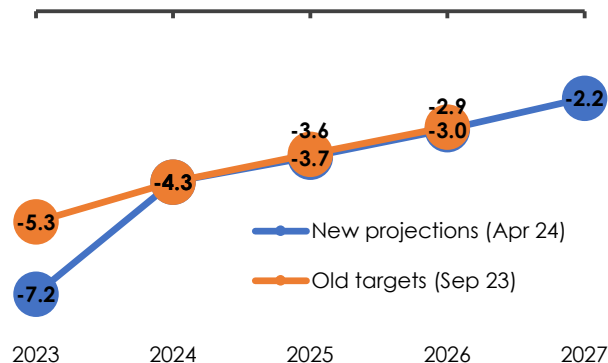
Fonte: Governo italiano

Tasso di crescita % del PIL: DEF 2024 vs. NADEF 2023



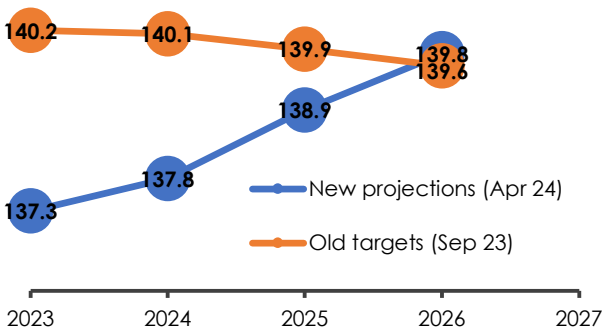
Fonte: Governo italiano

Rapporto deficit/PIL: DEF 2024 vs. NADEF 2023



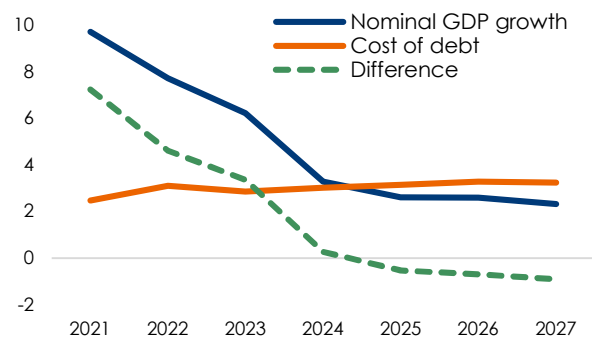
Fonte: Governo italiano

Rapporto debito/PIL: DEF 2024 vs. NADEF 2023



Fonte: Governo italiano

La risalita del rapporto debito/PIL, oltre che all'effetto del Superbonus, è dovuta a un'evoluzione via via meno favorevole della differenza tra crescita del PIL nominale e costo del debito



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Governo, Istat

In sintesi:

- **la revisione delle stime di crescita era ampiamente attesa, e rende il sentiero di finanza pubblica più credibile; le nuove stime sul PIL, anche dopo la revisione, sono nella parte alta del consenso ma non appaiono totalmente irrealistiche** nel caso in cui si realizzi l'auspicata accelerazione nella spesa effettiva finanziata dai fondi NEGU (verosimilmente, il governo punta a una spesa effettiva di oltre 40 miliardi quest'anno, circa il doppio dello scorso anno, e ad una ulteriore accelerazione, forse vicina ai 60 miliardi, nel 2025, anche se i dubbi enunciati dallo stesso Ministro dell'Economia Giorgetti sul rispetto della scadenza prevista dal PNRR lasciano pensare che tali obiettivi siano considerati ambiziosi dallo stesso esecutivo);
- **la minore crescita del PIL quest'anno non ha impatto sul deficit 2024** (confermato al 4,3% del PIL) in quanto controbilanciata verosimilmente da una minore spesa per interessi (e l'andamento del fabbisogno nei primi 3 mesi dell'anno non mostra scostamenti preoccupanti rispetto alla previsione fatta nella scorsa NADEF), **ma provoca un decimo in più di deficit per gli anni 2025-26; il governo però al momento non si è vincolato ai numeri di deficit inclusi nel DEF per il 2025-27** (considerati appunto come "quadro tendenziale" ovvero a legislazione invariata) in quanto presenterà entro il 20 settembre il "nuovo" DEF aggiornato con il quadro programmatico che scaturirà dalla negoziazione con la Commissione UE nei prossimi mesi;
- per quanto riguarda la risalita del rapporto debito/PIL, essa appariva già alla vigilia del DEF come inevitabile in quanto dovuta sia a un differenziale meno favorevole tra crescita del PIL nominale e costo del debito, sia soprattutto all'impatto dei crediti d'imposta legati al

Superbonus, che sarà massimo nel 2024-25. A tal proposito, **le cifre che erano circolate nei giorni scorsi sul rapporto debito/PIL erano più alte** in quanto motivate da un ricorso totale ai bonus edilizi pari a oltre 219 miliardi (203 mld al netto degli annullamenti derivanti da frodi, errori o duplicazioni) contro i 176 miliardi indicati dal direttore dell'Agenzia delle Entrate Ernesto Maria Ruffini lo scorso febbraio; ad oggi, non sono note le assunzioni del governo in merito all'impatto dei bonus edilizi su deficit e debito a partire dal 2024; in merito alle privatizzazioni, l'esecutivo ha confermato l'obiettivo di un punto di PIL di vendite di asset entro il 2026 (che, secondo il Ministro dell'Economia, è "ambizioso ma anche realistico").

#### Aggiornamento del costo totale cumulato per l'erario dei bonus edilizi

	Mld	% PIL 2023
Ecobonus e Sismabonus	160.3	7.7
Altri bonus edilizi	59.2	2.8
Totale bonus edilizi	219.5	10.5
(al netto degli annullamenti)	203.5	9.8
Precedente stima	176.0	8.4
(differenza vs precedente stima)	43.5	2.1
Crediti inutilizzati sinora	177.0	8.5
<u>(Ecobonus da dati ENEA a marzo 2023)</u>	<u>122.2</u>	<u>5.9</u>

Fonte: Governo italiano

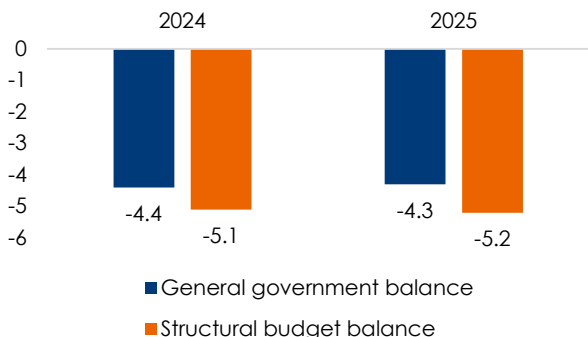
#### Privatizzazioni: target governativi e vendite di asset realizzate sinora

Obiettivi governativi (NADEF 2023)	2024	2025	2026	Totale
% PIL	0.1	0.4	0.5	1.0
Mld	2.1	8.8	11.4	22.4
Realizzato sinora (vendita quote MPS)	2023	2024	Totale	
% PIL	0.0	0.0	0.1	
Mld	0.9	0.7	1.6	

Fonte: Governo italiano

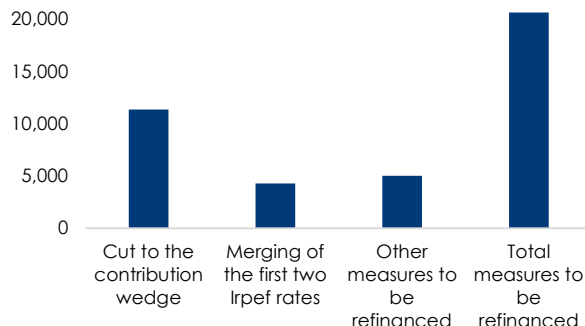
In ogni caso, è importante sottolineare che, nel nuovo quadro "a legislazione vigente" di finanza pubblica, **il miglioramento del disavanzo nel 2025 (pari a circa sei decimi di PIL, da 4,3% a 3,6%) dipende interamente dal venir meno dei tagli fiscali finanziati sinora sino al 2024** (riduzione del cuneo contributivo e accorpamento delle prime due aliquote Irpef, che valgono circa 15 miliardi ovvero circa lo 0,7% del PIL), che però il governo ha affermato di voler prorogare oltre la fine di quest'anno. In tal senso, **le stime che la Commissione pubblicherà a maggio, per definizione "a politiche invariate" (che dunque includeranno il rinnovo dei tagli fiscali) dovrebbero evidenziare un deficit che non cala nel 2025 rispetto al 2024**. In altri termini, il principale nodo da sciogliere, in vista della manovra di bilancio per l'anno prossimo, sarà quello di trovare coperture per i 15 miliardi di tagli in scadenza, cui si aggiungeranno altre misure da rifinanziare, per un totale di 20 miliardi (lo 0,9% del PIL). In assenza di coperture integrali per il rifinanziamento di queste misure, potrebbe affacciarsi la tentazione di abbassare l'asticella del deficit 2025 (=alzare il target di indebitamento netto programmatico rispetto al 3,7% dell'attuale quadro tendenziale) - il che, peraltro, potrebbe essere consentito dalla lettera delle nuove regole UE, in base a quanto previsto dal braccio correttivo del Patto e alla luce del regime transitorio previsto sino al 2027.

**Le proiezioni di autunno della Commissione UE (“a politiche invariate” anziché “a legislazione invariata” come le stime del DEF) vedevano un deficit 2025 molto vicino a quello del 2024**



Fonte: Commissione UE (% PIL)

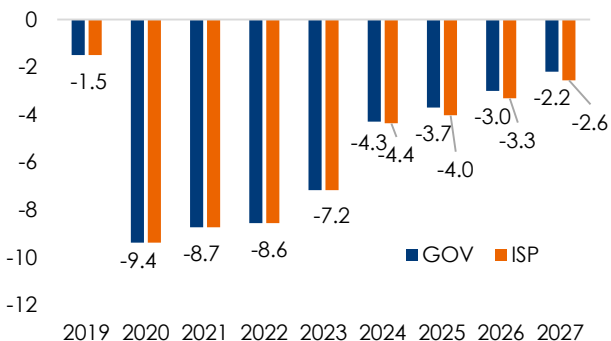
**La principale ragione consiste nel fatto che il calo del deficit ipotizzato dal quadro tendenziale del DEF non assume il rifinanziamento di tagli fiscali per 15 miliardi (che però il governo ha annunciato di voler rinnovare)**



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

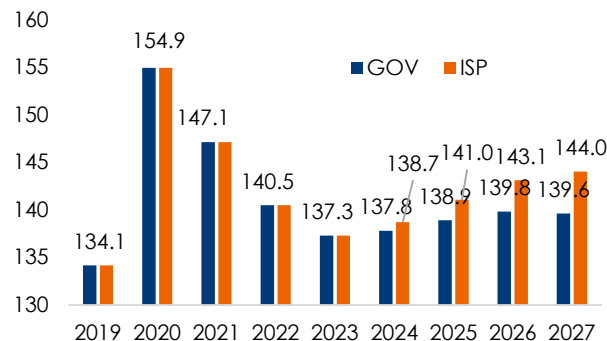
**Il nostro attuale profilo previsivo provvisorio, elaborato sulla base delle informazioni note al momento in cui scriviamo, vede un deficit di qualche decimo più alto rispetto alle previsioni del governo**, sia per via di assunzioni più caute sulla crescita del PIL, sia perché ipotizziamo una copertura non integrale (per tre quarti) del rinnovo dei tagli fiscali in scadenza dal 2025. **Vediamo inoltre una salita del rapporto debito/PIL più pronunciata di quella del DEF**, pur non discostandoci, allo stato delle cose, dalle assunzioni governative in merito a Superbonus e privatizzazioni: ciò è dovuto verosimilmente a ipotesi più caute sulla crescita del PIL non solo reale ma anche nominale (ma si tratta di una congettura, visto che al momento in cui scriviamo non sono note le assunzioni dell'esecutivo in merito alla crescita del deflatore del PIL).

**Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale Governo**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

**Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale Governo**



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

## 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.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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

[luca.mezzomo@intesasanpaolo.com](mailto:luca.mezzomo@intesasanpaolo.com)

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

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

Mario Di Marcantonio

[mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com](mailto:mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com)

Andrea Volpi

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