



# Scenario macroeconomico

**Macroeconomic Research**

**Research Department**

22 aprile 2024

**1** La situazione economica internazionale

**2** L'economia italiana

**3** Prospettive fiscali dell'Italia

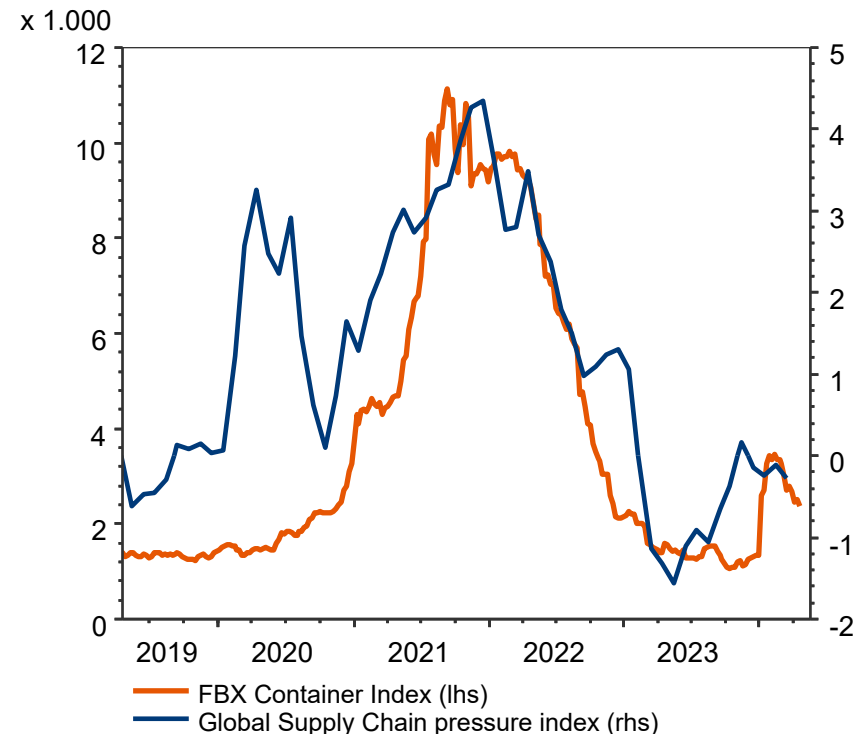
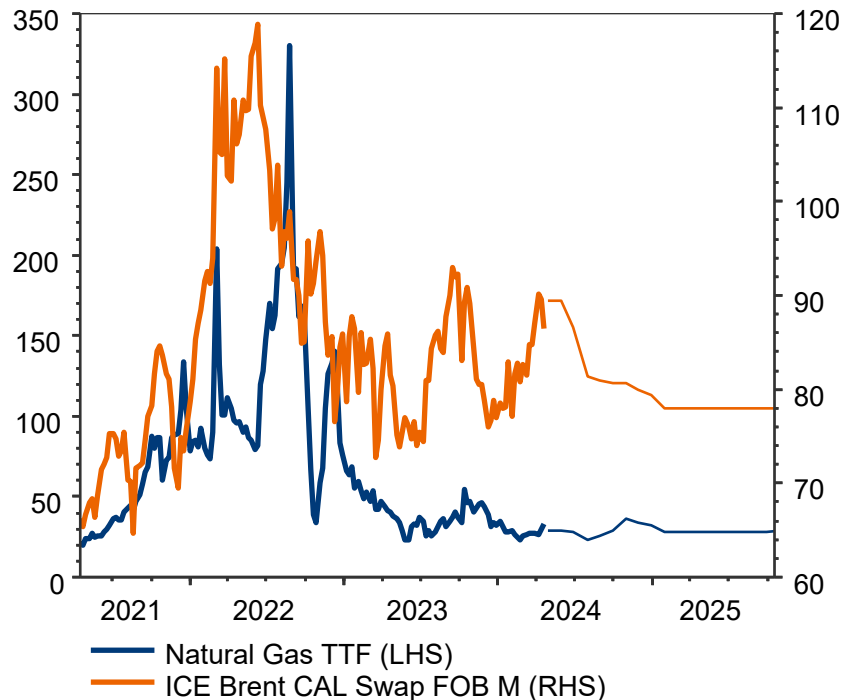
# Lo scenario macroeconomico globale in breve

- **Prospettive 2024 PIL mondiale:** crescita debole, soprattutto nelle economie avanzate. Rischio di recessione basso negli Stati Uniti, più significativo ma moderato in Europa.
- **Flussi commerciali internazionali deboli**, ma in ripresa.
- **I dati economici più recenti sono stati migliori del previsto** negli Stati Uniti e nell'Eurozona, dove probabilmente si è verificato il peggio, mentre sono migliorati in Cina.
- **Inflazione:** in lieve calo (ma ancora con volatilità annuale), intorno alla soglia del 2% entro il 2025; l'**inflazione di fondo**, attualmente ancora al di sopra degli obiettivi della banca centrale, diminuirà gradualmente. Rischi principali: (1) nel breve termine, shock dal lato dell'offerta nei mercati energetici legati all'escalation dei conflitti; (2) dinamiche del CLUP più forti del previsto a causa di mercati del lavoro ancora rigidi; e (3) politica fiscale accomodante negli Stati Uniti, nel medio termine.
- **La BCE inizierà una fase di allentamento della politica monetaria a giugno.** La Fed probabilmente la rinvierà al prossimo settembre.

# Gli effetti delle crisi geopolitiche sulle materie prime e sui costi di trasporto continuano ad essere limitati

Il prezzo del petrolio torna a salire. Finora non ha destato grandi preoccupazioni, ma un'escalation della crisi mediorientale potrebbe cambiare le cose

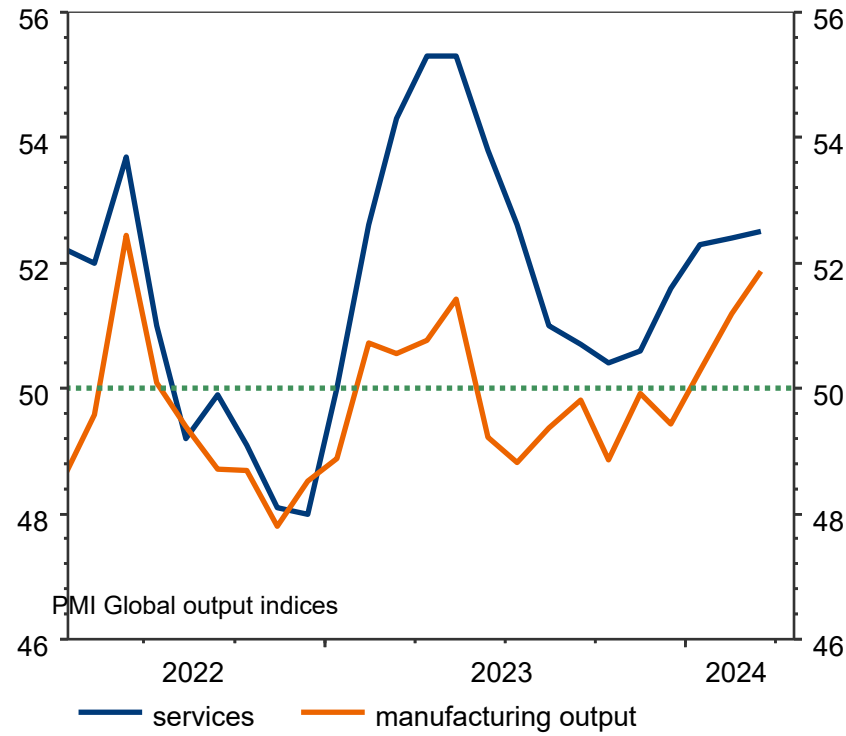
Il grado di tensione sulle catene di approvvigionamento non è paragonabile ai colli di bottiglia del 2020-21



Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG, FBX, S&P Global, NY Fed.

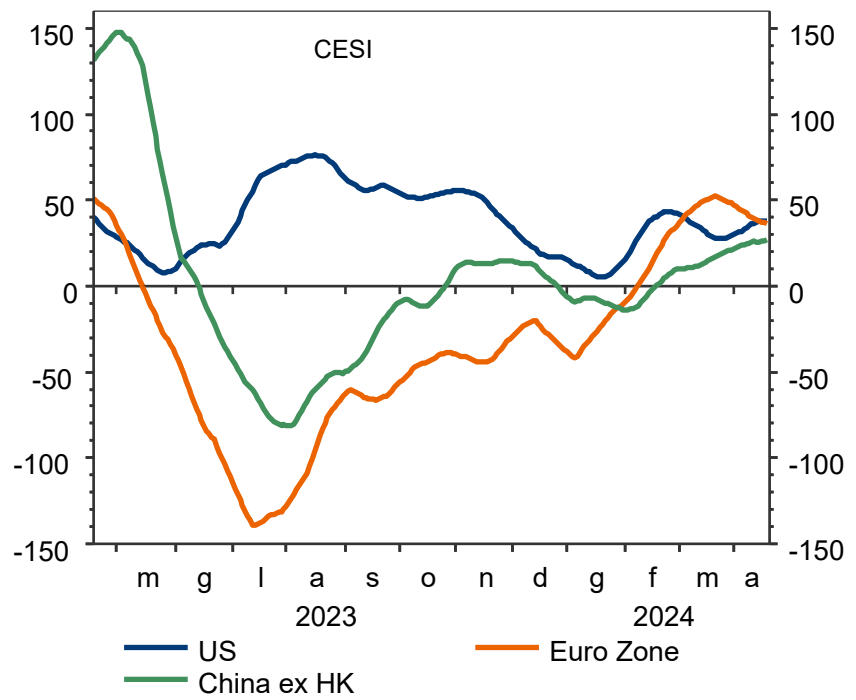
# Primi segnali di ripresa dell'attività economica globale

### I PMI globali stanno migliorando



Fonte: S&P Global

### I dati economici sono migliori del previsto



Fonte: LSEG Datastream

# Crescita del PIL

## Crescita del PIL a prezzi costanti

	2022	2023	2024f	2025f	2026f
<b>United States</b>	<b>1.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>2.1</b>
<b>Euro Area</b>	<b>3.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>1.3</b>	<b>1.6</b>
Germany	1.9	-0.1	0.1	1.1	1.4
France	2.5	0.9	0.7	1.4	1.5
Italy	4.1	1.0	0.7	1.2	1.0
Spain	5.8	2.5	1.8	1.8	1.8
<b>OPEC</b>	<b>5.6</b>	<b>2.1</b>	<b>3.1</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>
<b>Eastern Europe</b>	<b>0.1</b>	<b>2.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.8</b>	<b>2.6</b>
Turkey	5.6	2.6	2.3	1.9	1.5
Russia	-2.1	2.2	2.5	1.7	1.5
<b>Latin America</b>	<b>4.1</b>	<b>2.3</b>	<b>1.4</b>	<b>2.6</b>	<b>2.7</b>
Brazil	3.0	3.1	1.4	1.7	2.0
<b>Japan</b>	<b>0.9</b>	<b>2.0</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.0</b>
<b>China</b>	<b>3.0</b>	<b>5.3</b>	<b>4.7</b>	<b>4.9</b>	<b>4.6</b>
<b>India</b>	<b>6.7</b>	<b>7.0</b>	<b>5.9</b>	<b>6.8</b>	<b>6.6</b>
<b>World</b>	<b>3.1</b>	<b>2.7</b>	<b>2.4</b>	<b>2.8</b>	<b>2.9</b>

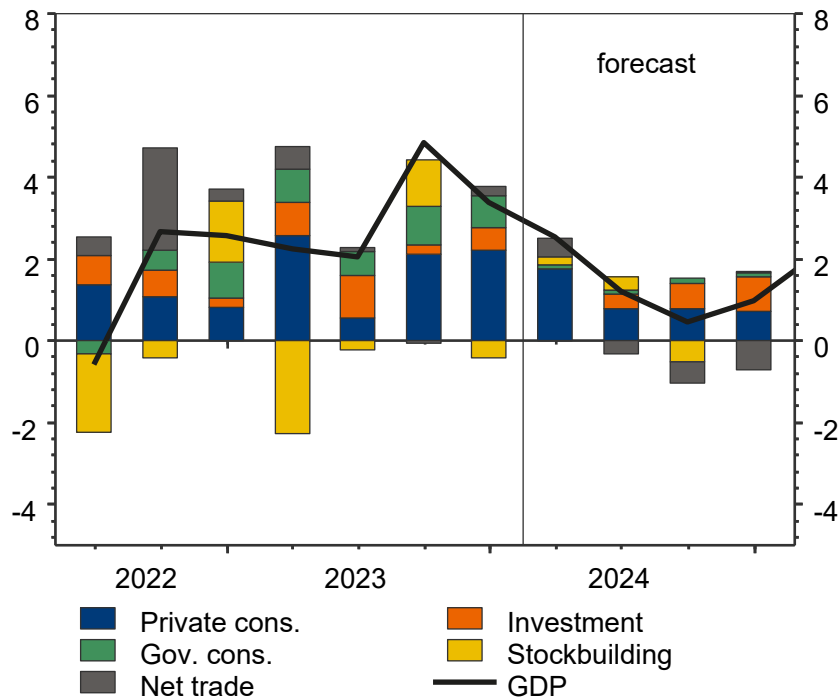
Nota: aggregato PPP in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina, Mondo.

Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi.

Fonte: Previsioni Intesa Sanpaolo - Analisi macroeconomica

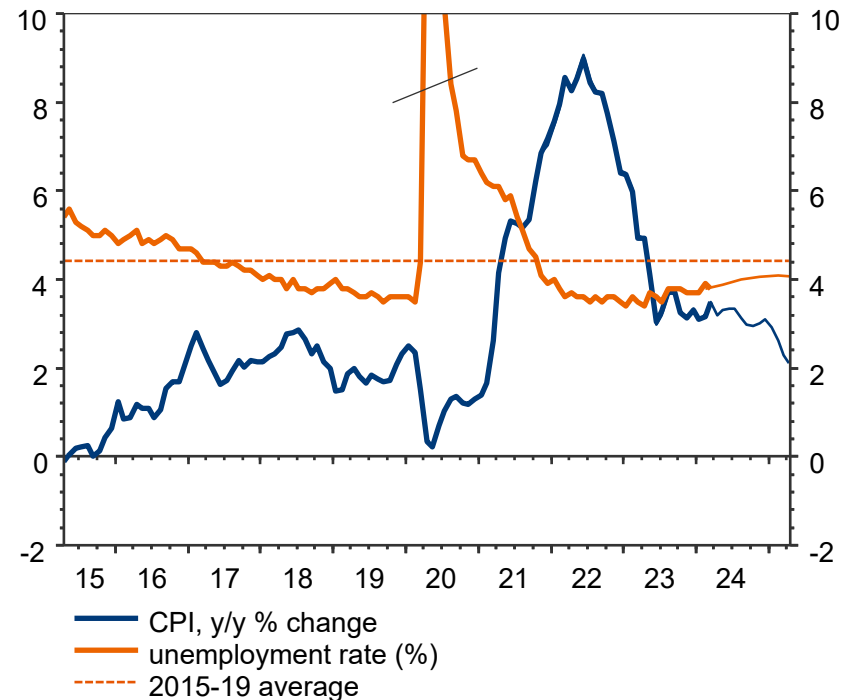
# Stati Uniti: 'soft landing', con aumento solo lieve del tasso di disoccupazione

Si prevede un rallentamento della crescita a causa dell'effetto dell'aumento dei tassi sulla domanda interna...



Fonte: BEA, previsioni Intesa Sanpaolo

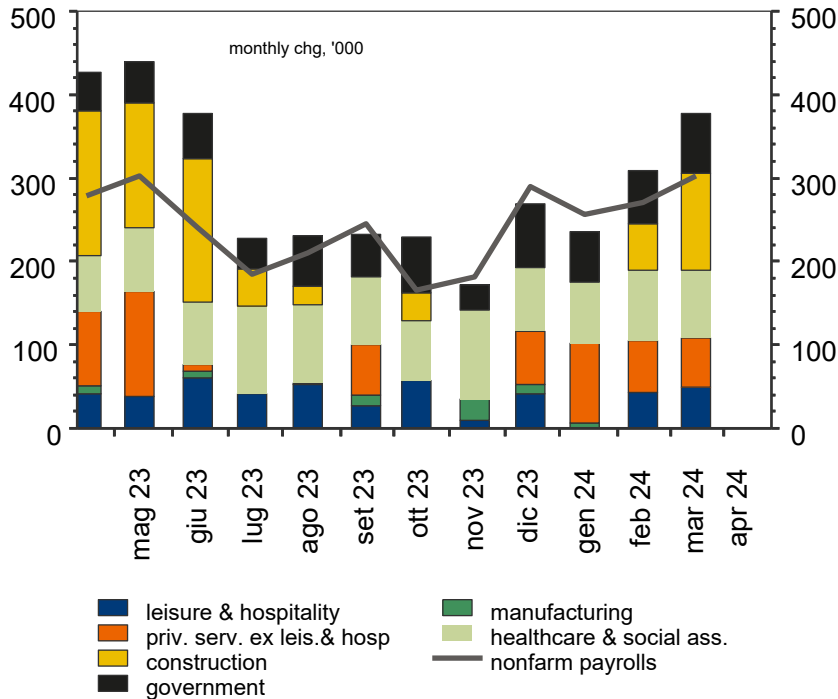
...con solo un leggero aumento del tasso di tasso di disoccupazione



Fonte: BLS, previsioni Intesa Sanpaolo

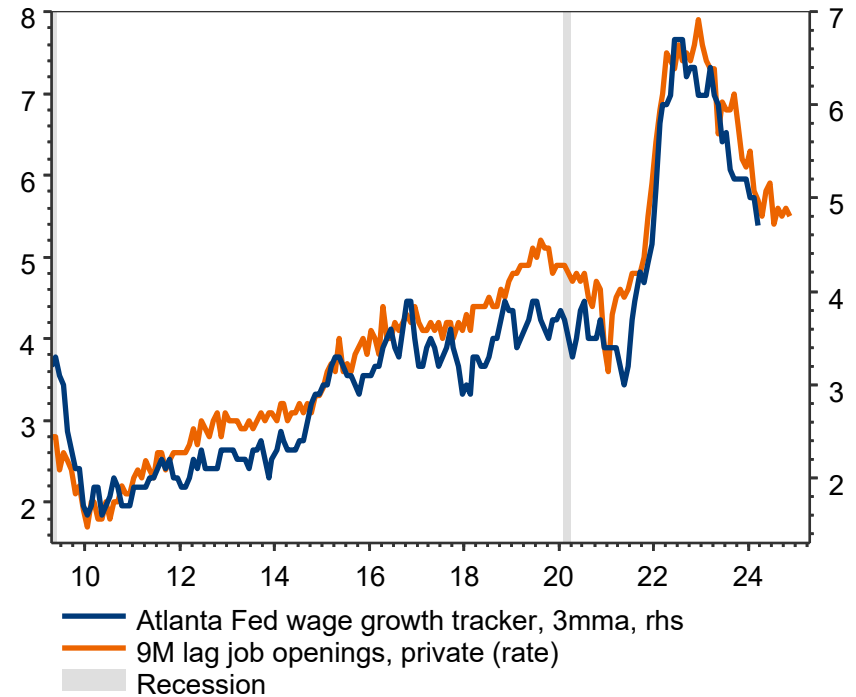
# Il mercato del lavoro rimane solido...

La crescita dell'occupazione è tornata ad accelerare dalla fine del 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

Le posizioni aperte e i salari rallentano, ma mantengono ritmi elevati

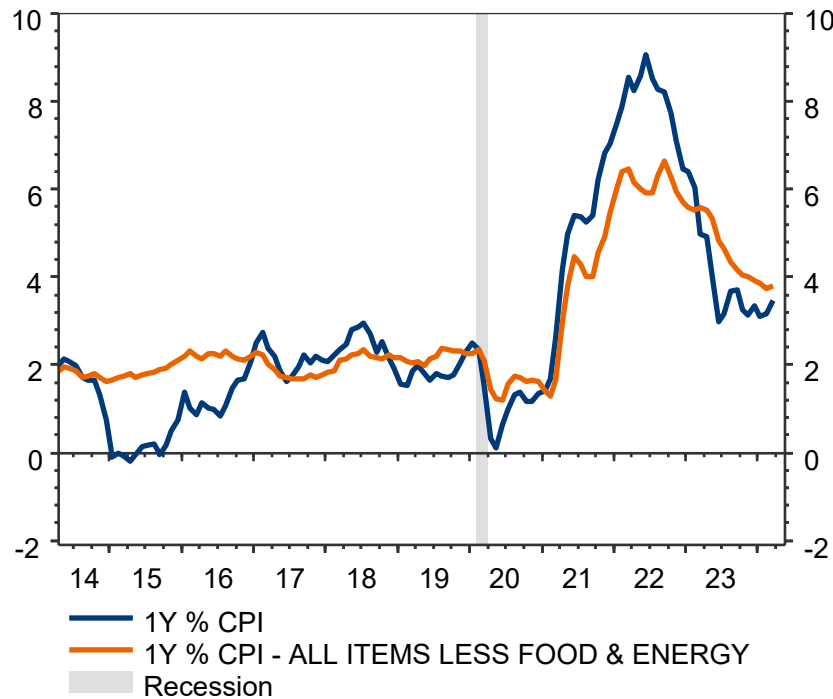


Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS



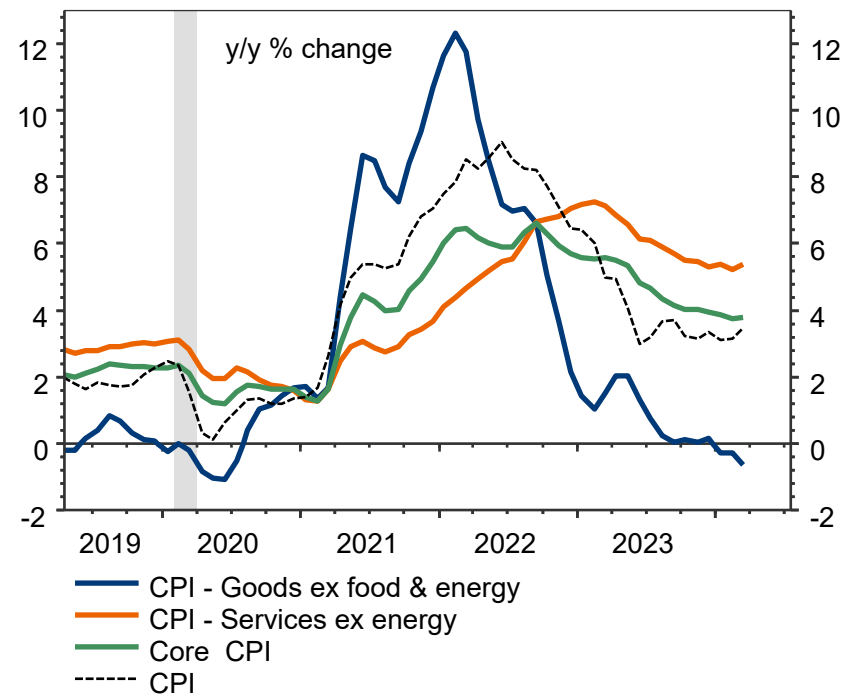
# ...e l'inflazione nei servizi è resistente

Inflazione headline in aumento, CPI core in rallentamento meno del previsto



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

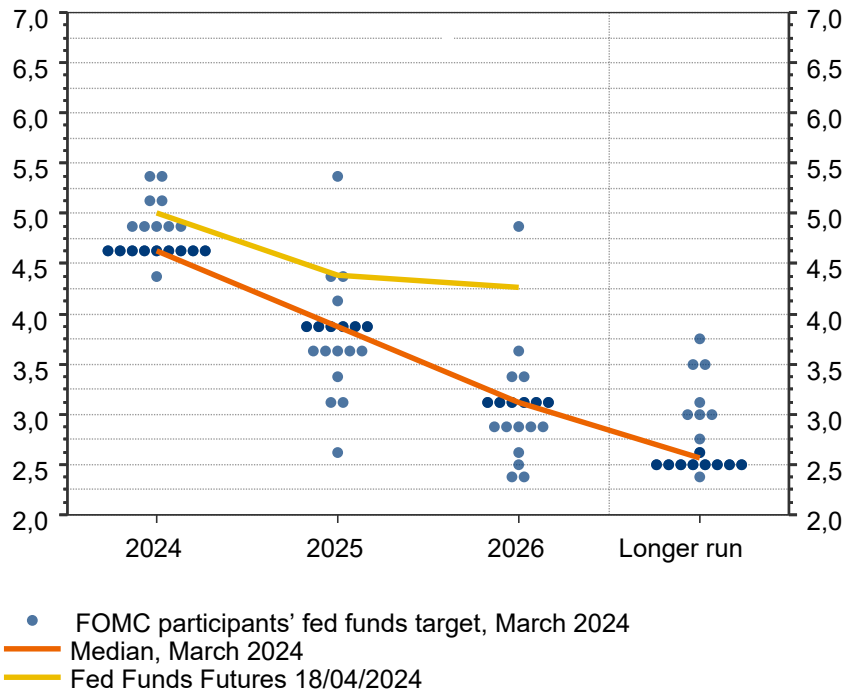
Le pressioni nei servizi rimangono forti



Fonte: Intesa Sanpaolo, BLS

# FOMC: nessuna fretta di tagliare i tassi

Dot plot alla riunione di marzo del FOMC

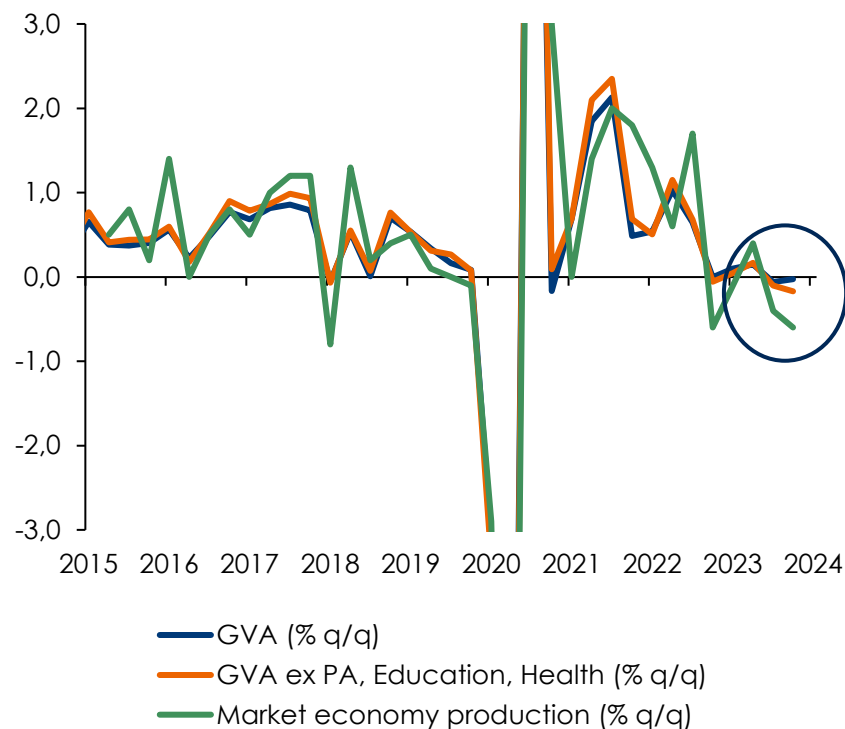


Fonte: Intesa Sanpaolo, Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream

- A marzo il FOMC ha mantenuto i tassi invariati al 5,25-5,50%, con una **revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione e della mediana sulle proiezioni dei tassi per la fine del 2025**. Questi cambiamenti in direzione meno accomodante sono stati tuttavia bilanciati dalla formulazione piuttosto dovish di Powell.
- I recenti sviluppi dei dati sul mercato del lavoro e sull'inflazione ci inducono a ritenere **più probabile** una prima mossa a settembre e **tagli cumulativi di 50pb quest'anno, rispetto ai 75pb impliciti nel dot plot del FOMC di marzo**.

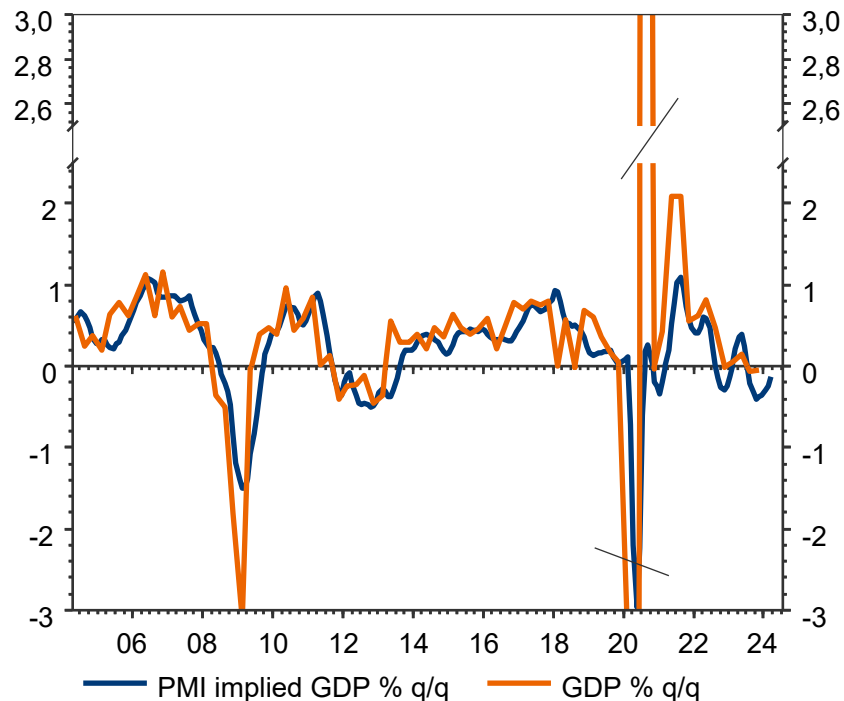
# Eurozona: graduale ripresa della crescita del PIL

L'economia di mercato si è contratta nella seconda metà del 2023



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

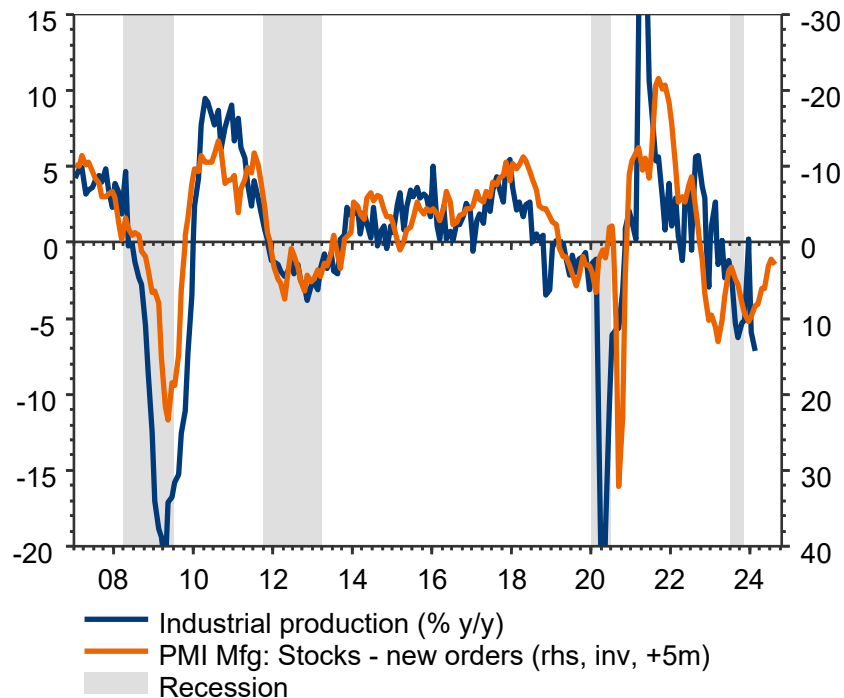
Primi timidi segnali di stabilizzazione per l'attività economica



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

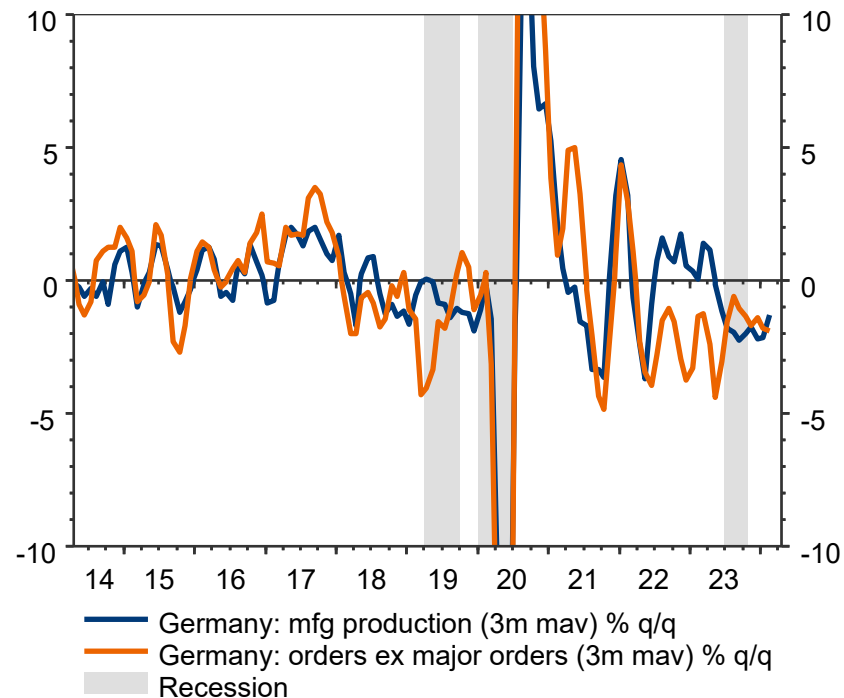
# Il settore manifatturiero è ancora in crisi...

La ripresa del ciclo delle scorte potrebbe sostenere la produzione industriale, ma non prima della seconda metà del 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, S&P Global

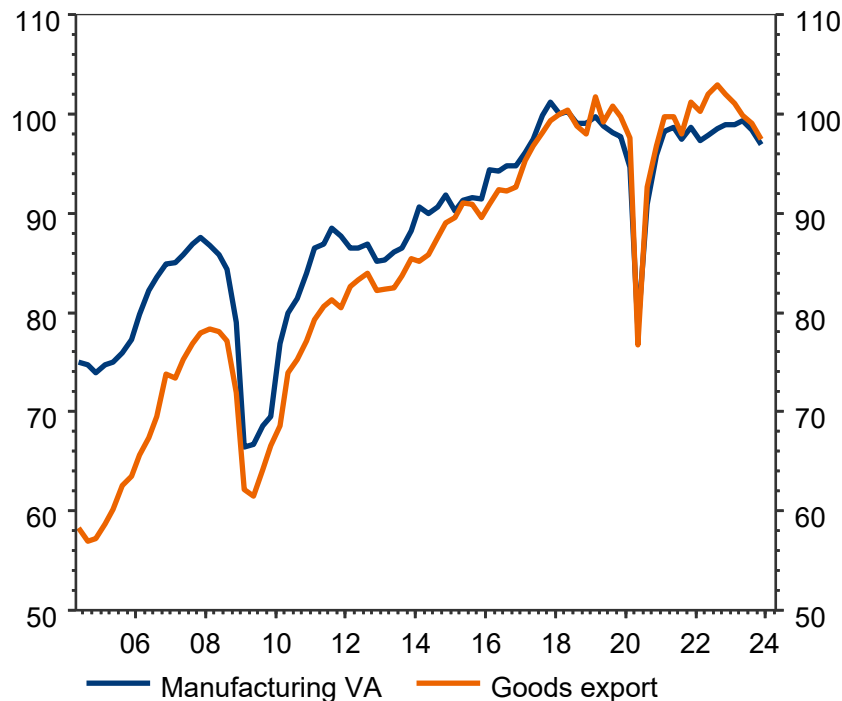
L'economia tedesca rimane debole



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

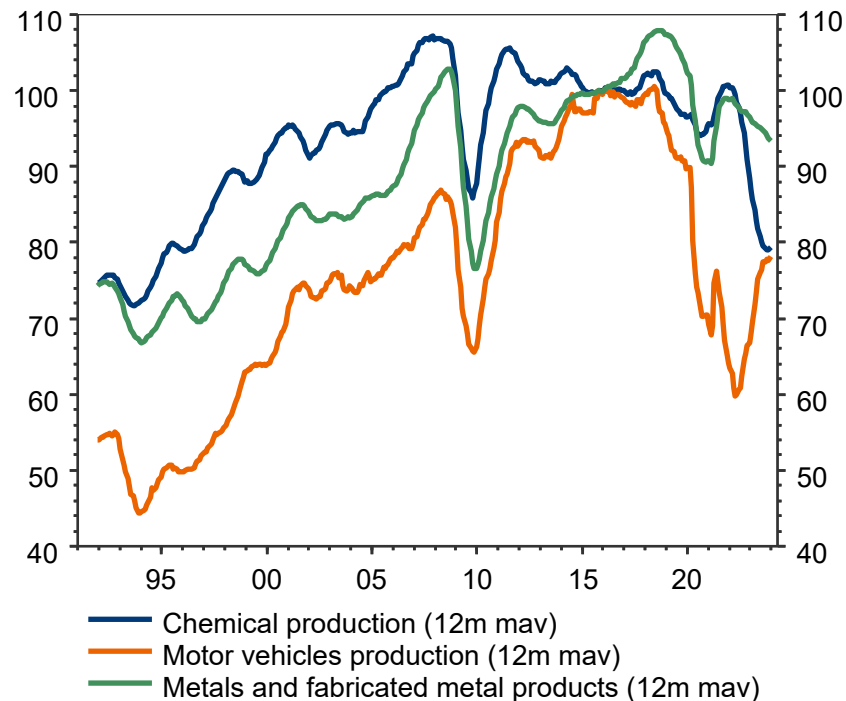
# ...con l'economia tedesca alle prese con problemi strutturali...

Dopo aver raggiunto un picco all'inizio del 2018, da allora le esportazioni e la produzione manifatturiera tedesche sono rimaste stagnanti o in calo



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

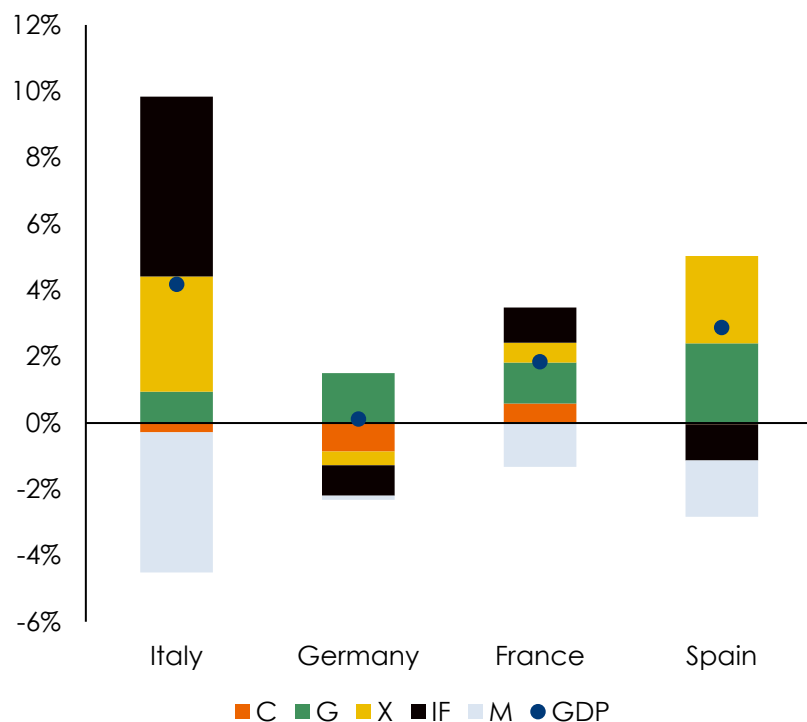
Settori un tempo dominanti ora in declino strutturale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Destatis

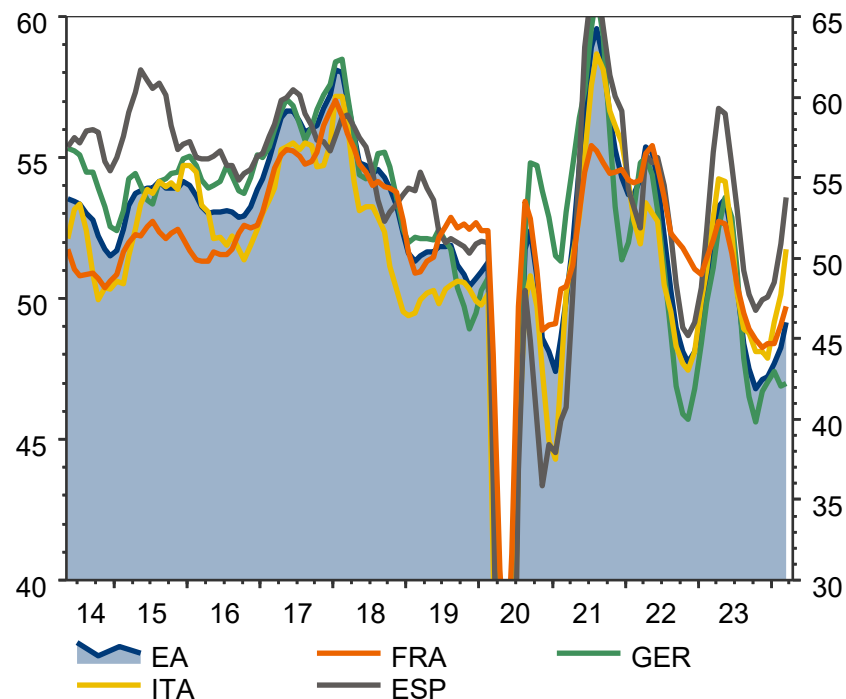
# ...come dimostrato da una performance economica deludente

Contributi alla crescita del PIL per componenti di domanda (dal 4° trim. 2019 al 4° trim. 2023)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

In Italia e Spagna, i PMI compositi sono superiori alla media dell'Eurozona

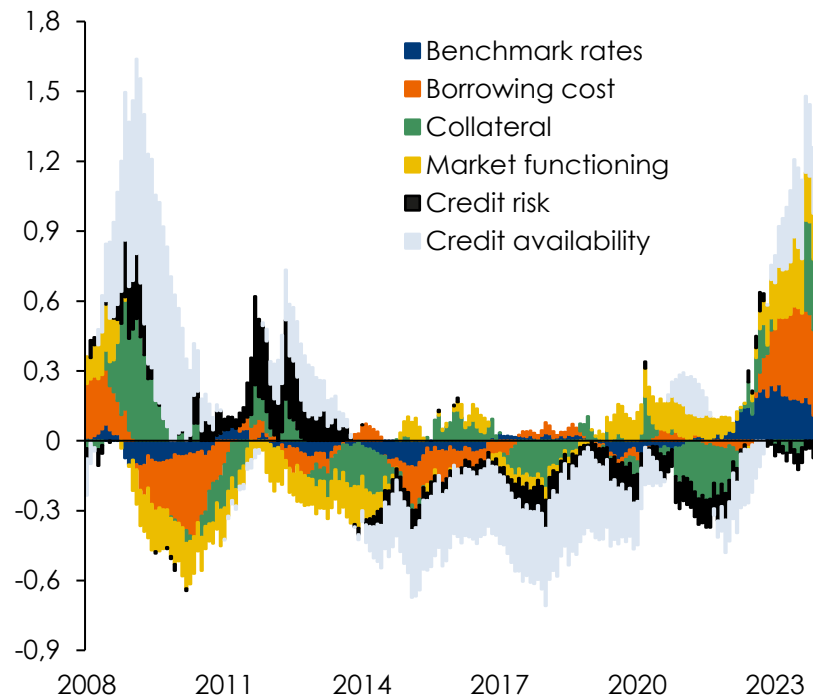
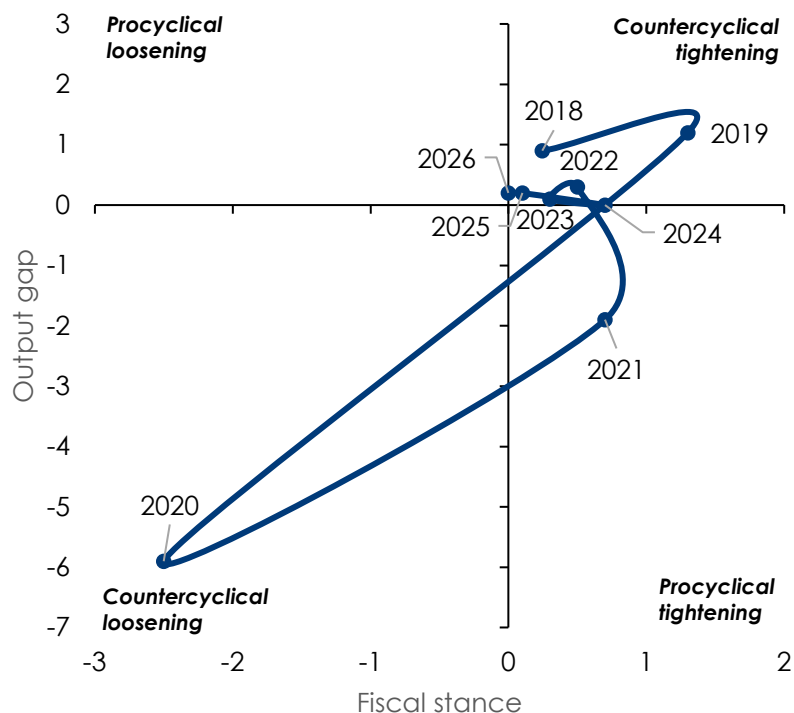


Fonte: Intesa Sanpaolo, S&P Global

# Politica fiscale lievemente restrittiva, condizioni finanziarie rigide

Dopo essere stata allentata in modo aggressivo durante la pandemia, la politica fiscale verrà inasprita nei prossimi anni

Il nostro indice proprietario mostra che le condizioni finanziarie si stanno allentando ma sono ancora tese

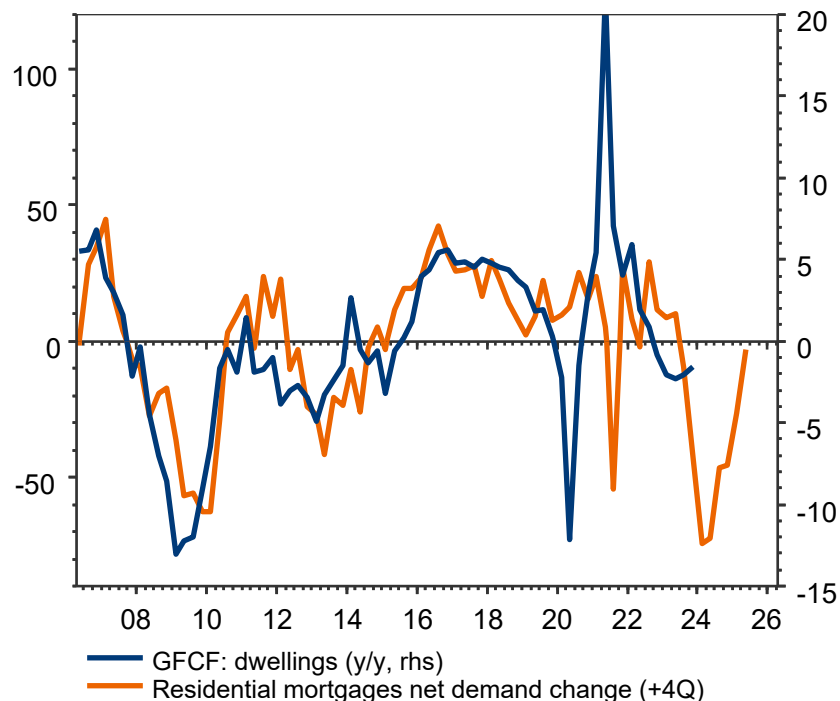


Nota: la fiscal stance è misurata come variazione del saldo primario corretto per il ciclo al netto dei sussidi NGEU.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

Nota: un dato positivo implica una restrizione delle condizioni finanziarie. Fonte: Intesa Sanpaolo

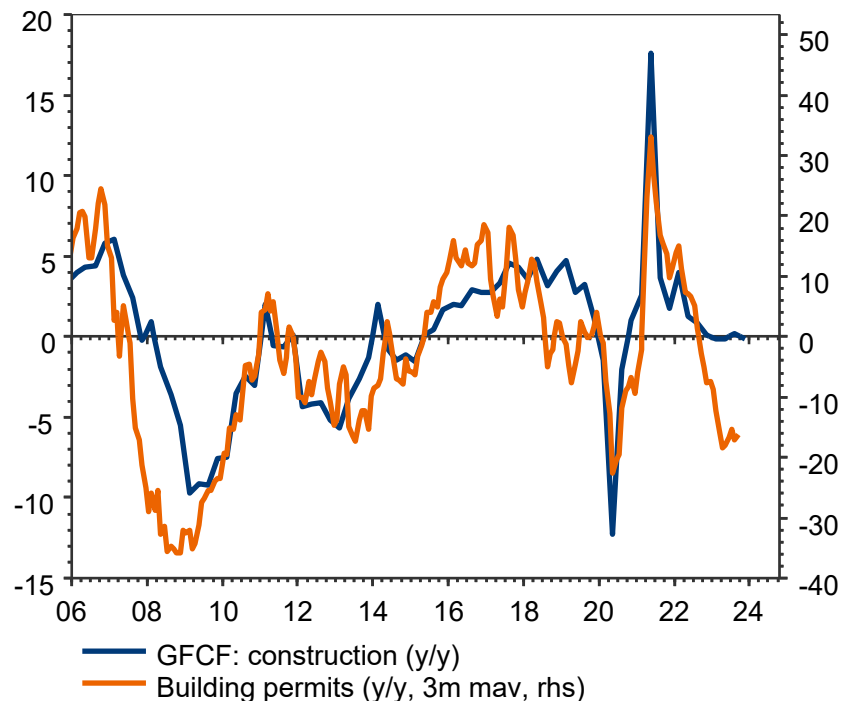
# È improbabile che gli investimenti in costruzioni si stabilizzino a breve...

I tassi ipotecari iniziano a scendere ma la domanda rimane debole



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, BCE

Il calo dei permessi di costruzione è coerente con una contrazione degli investimenti nel 2024

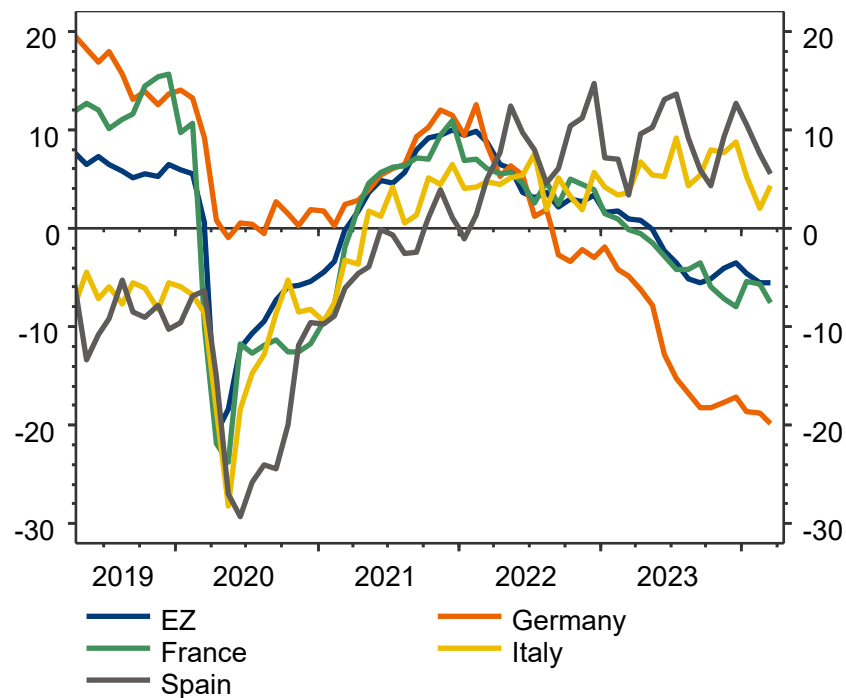


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat



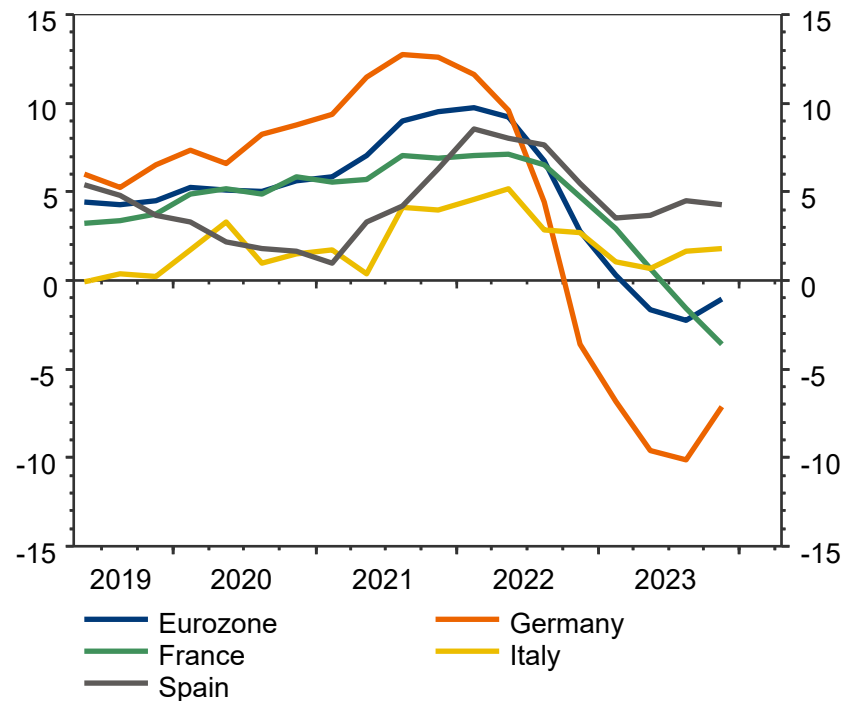
## ...con alcune differenze tra Paesi

La fiducia nelle costruzioni rimane superiore alla media in Italia e Spagna, è ancora debole in Germania e Francia...



Fonte: Intesa Sanpaolo, EU Commission DG Ecofin

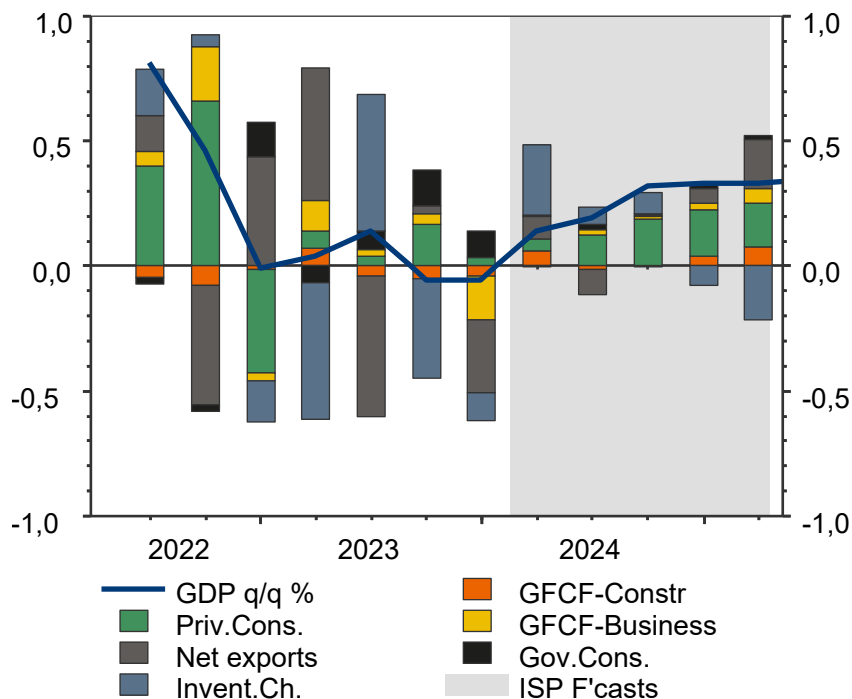
...come mostrano i prezzi delle case (% a/a)



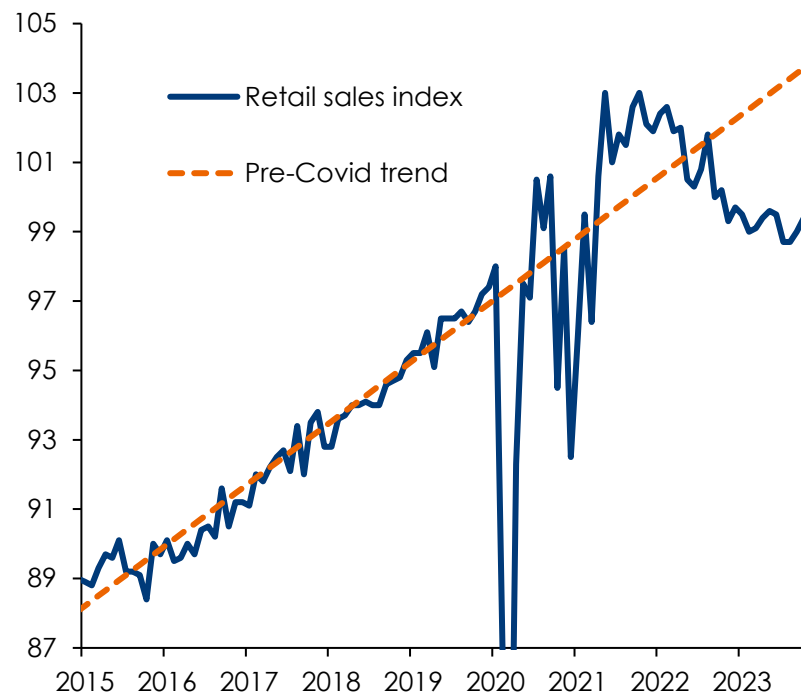
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

# L'attività potrebbe prendere slancio a partire dalla seconda metà del 2024

Ripresa trainata dai consumi dal 2° semestre



Vendite al dettaglio ancora deboli

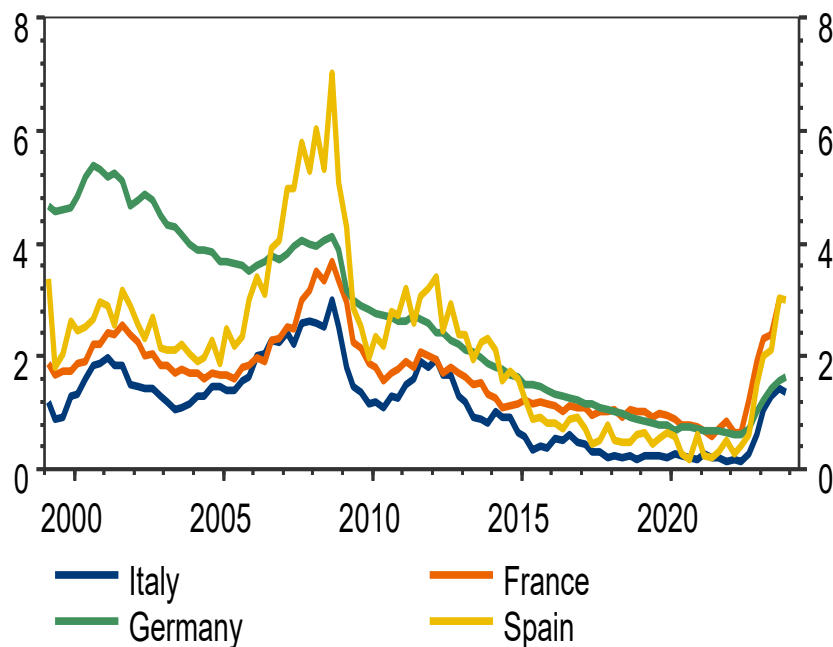


Nota: contributi alla crescita % t/t del PIL.  
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

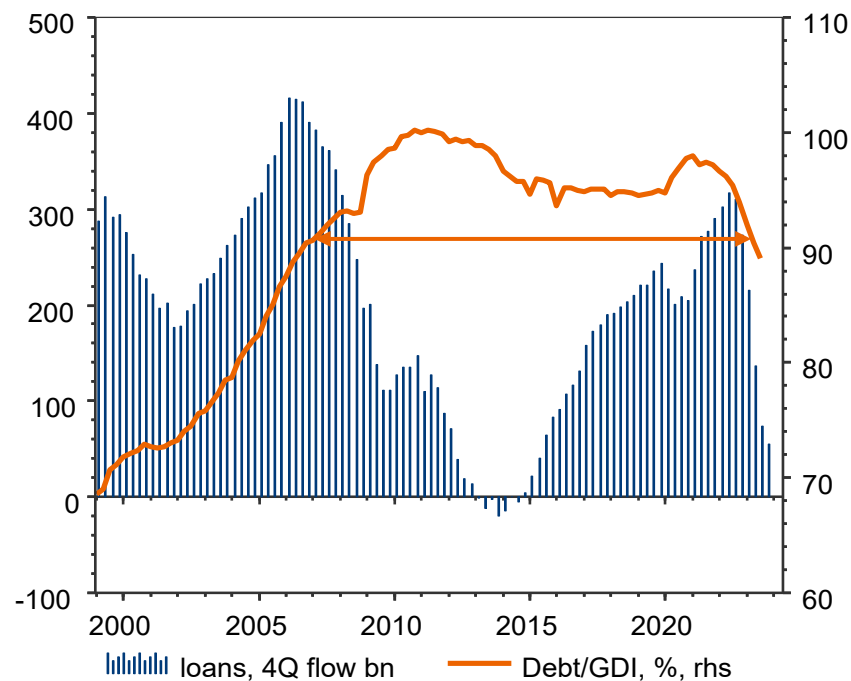
# I bilanci delle famiglie sono più solidi di un tempo

**La spesa per interessi è aumentata, ma rimane al di sotto dei livelli del 2009**  
(% reddito disponibile)



Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

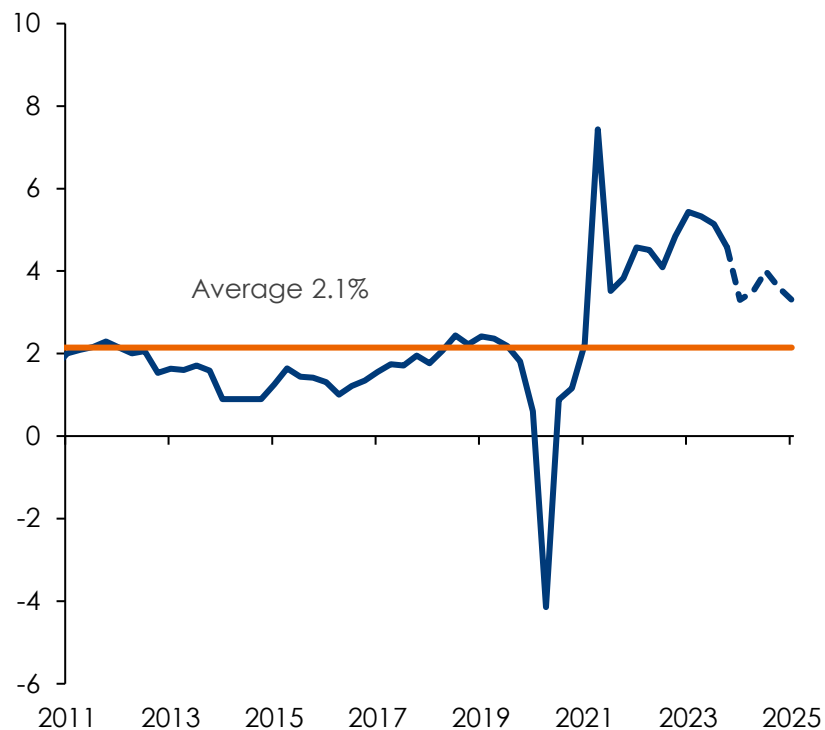
**Il debito delle famiglie in % del reddito disponibile è al livello più basso dal 2006**



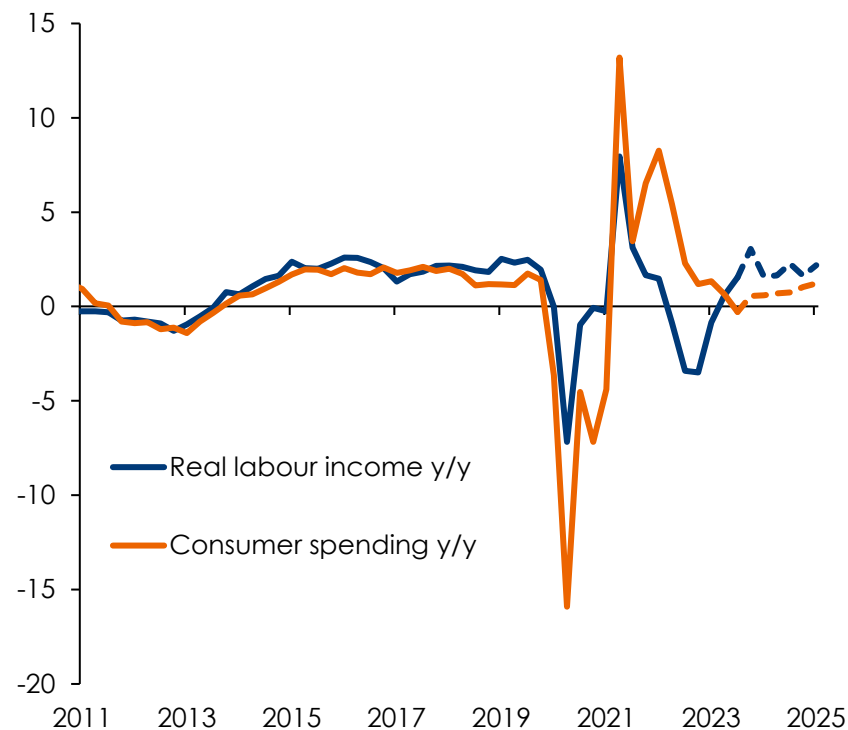
Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE

# Il recupero di potere d'acquisto sosterrà la ripresa

**La crescita dei salari (% a/a) potrebbe aver superato il suo picco, ma rimarrà superiore alla media nel 2024-25**



**Il calo dell'inflazione e la crescita dei salari dovrebbero permettere il recupero del potere d'acquisto perduto**

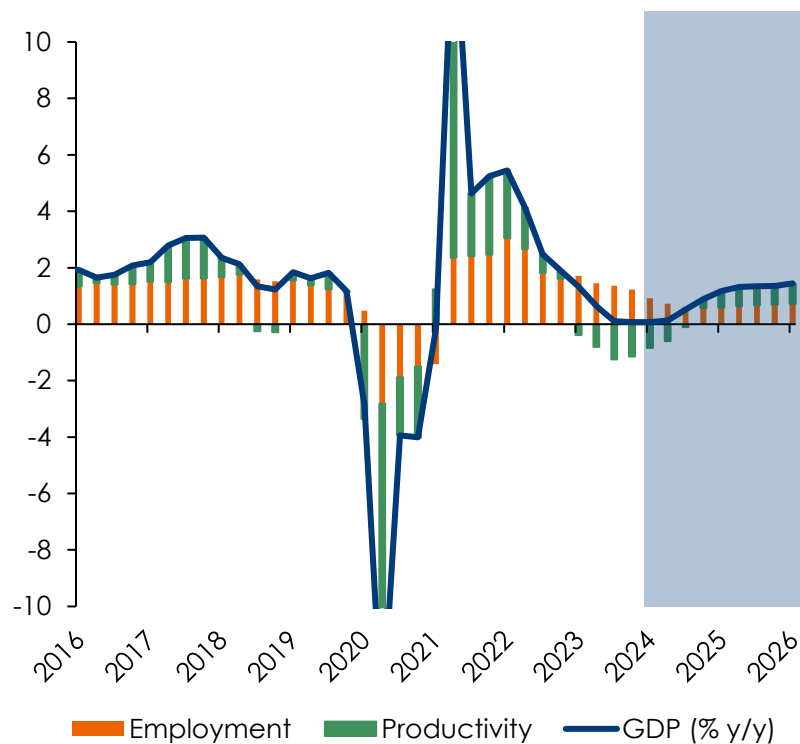


Fonte: BCE, previsioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Eurostat, BCE, previsioni Intesa Sanpaolo

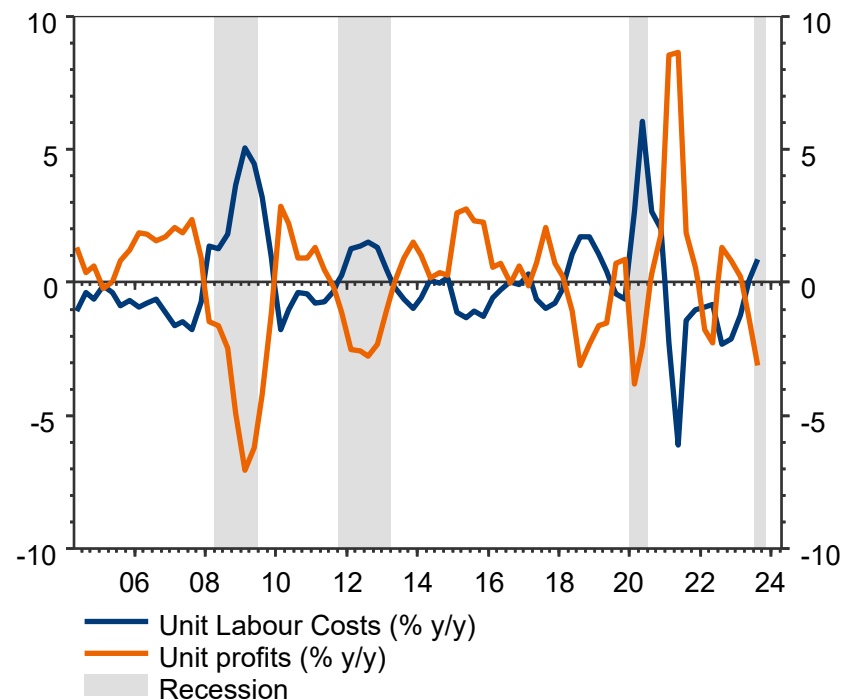
# Prezzi, salari e profitti

Con dinamiche di produttività sfavorevoli...



Nota: contributi dell'occupazione e della produttività alla crescita % a/a del PIL. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

...la relazione tra costo del lavoro e profitti rimarrà sotto i riflettori

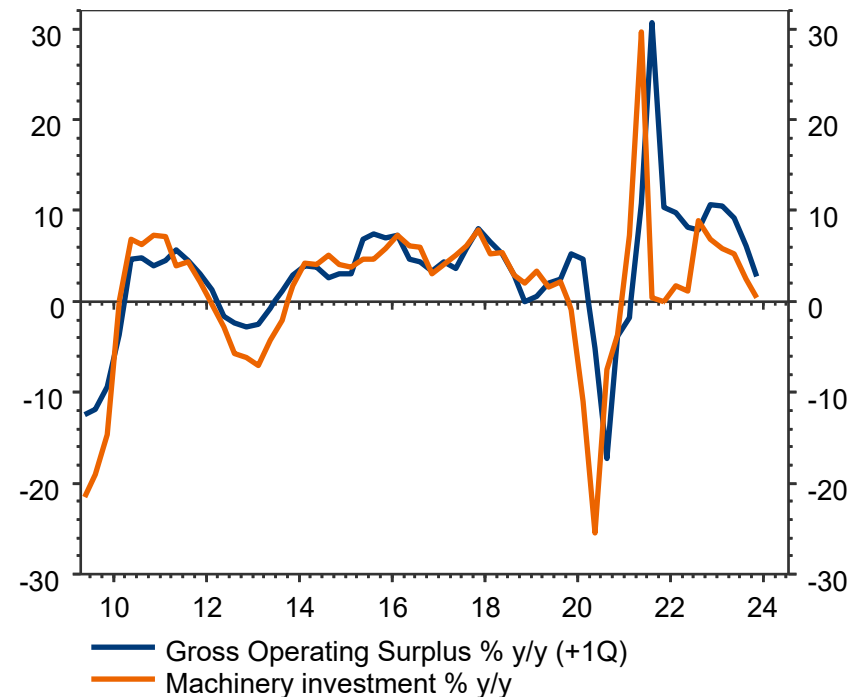
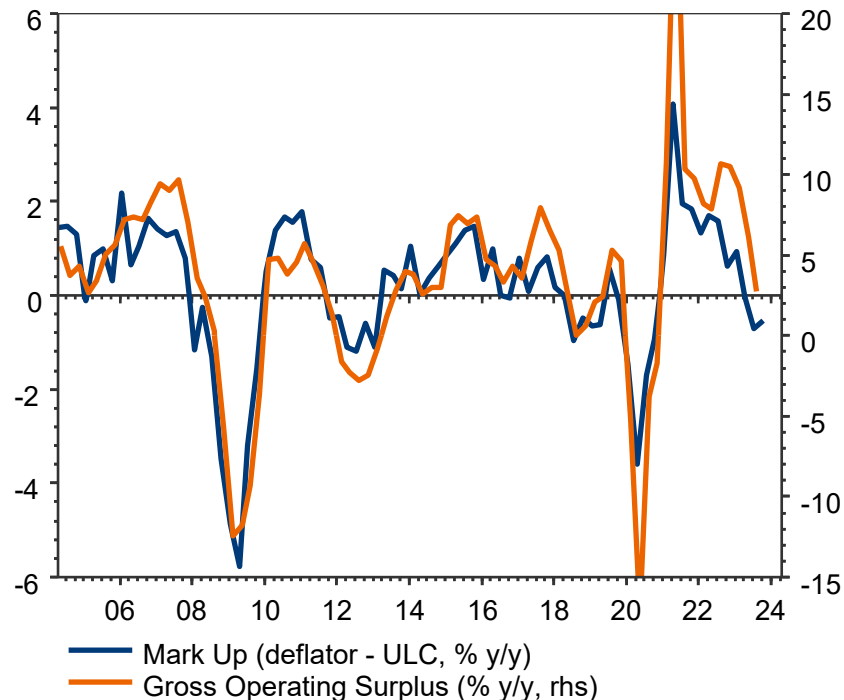


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

# Investimenti aziendali: la correzione potrebbe proseguire

Se le imprese assorbissero il costo del lavoro con una riduzione dei margini di profitto...

...la minore crescita degli utili potrebbe influire sugli investimenti

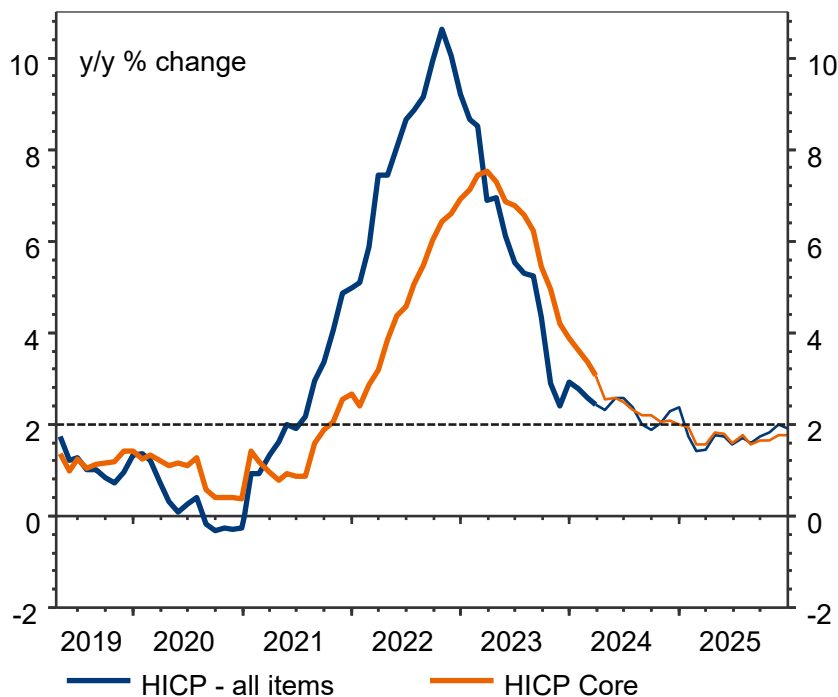


Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

Fonte: Intesa Sanpaolo, BCE, Eurostat

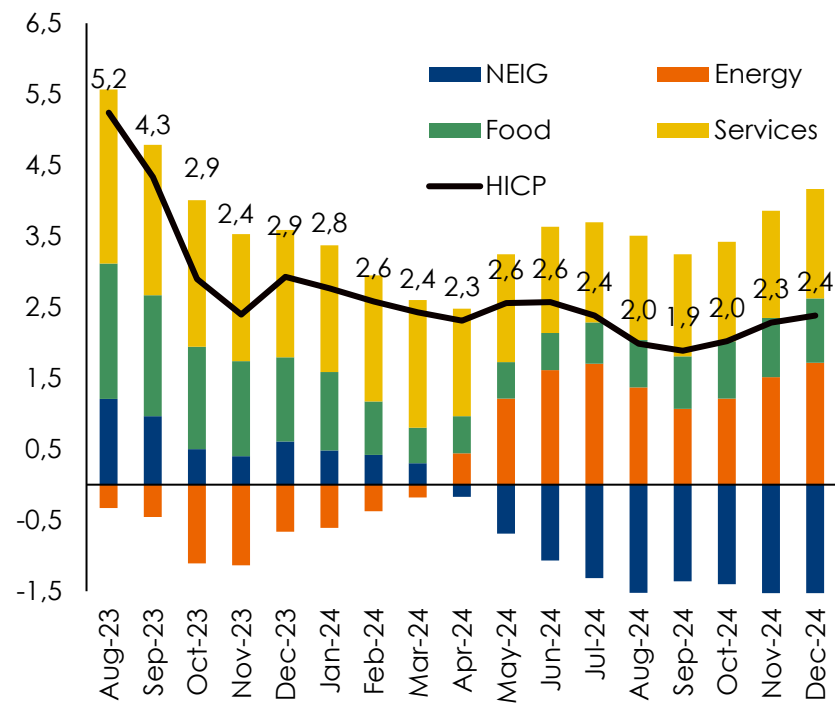
# Inflazione: il ritorno al 2% è più vicino

**Inflazione al 2,4% alla fine del 2024 (core al 2%). Tornerà appena sotto il 2% nel 2025**



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

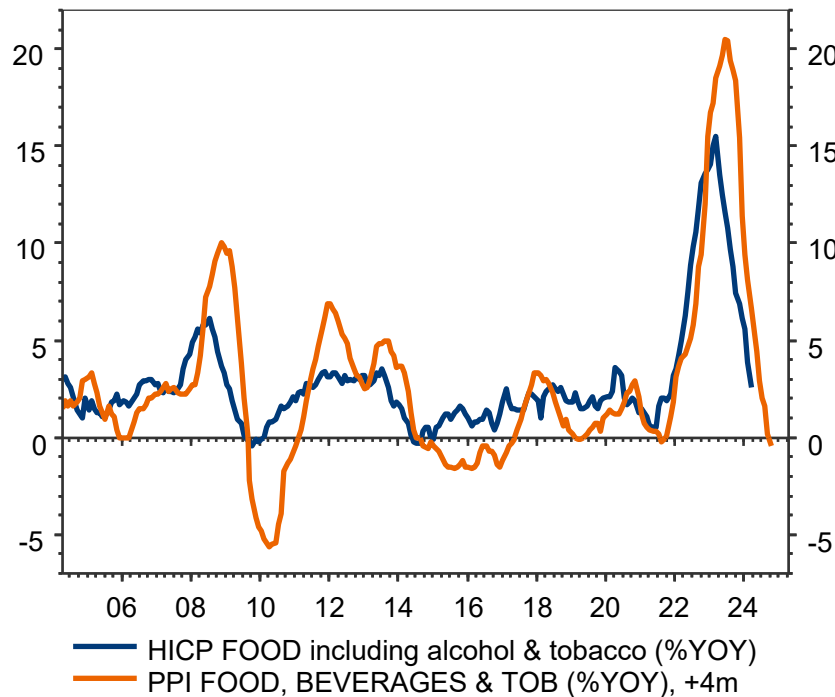
**I servizi sono già il principale motore della crescita dei prezzi**



Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

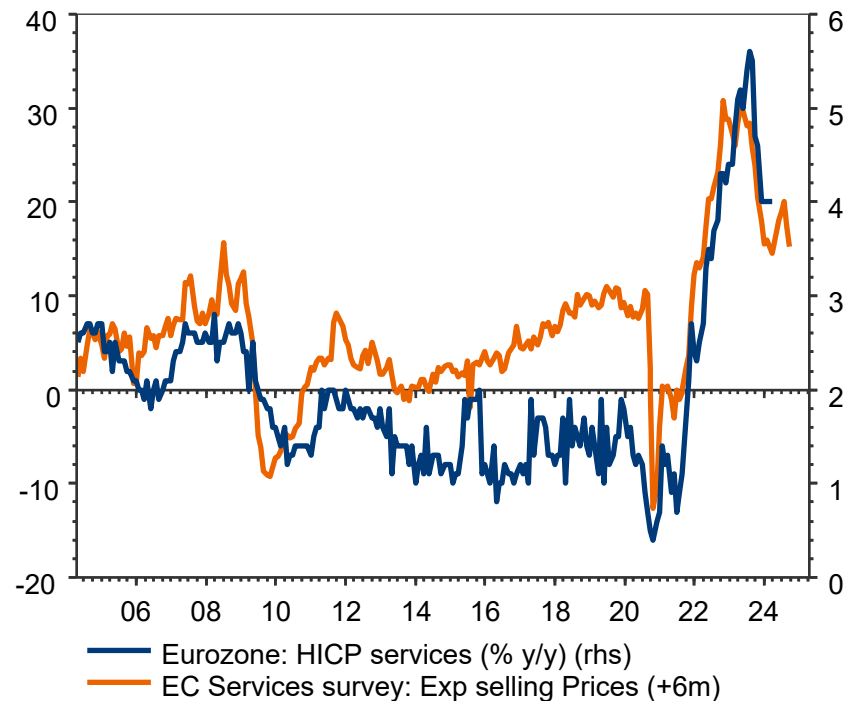
# I prezzi degli alimenti rallentano, quelli dei servizi restano elevati

L'inflazione alimentare si sta raffreddando



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

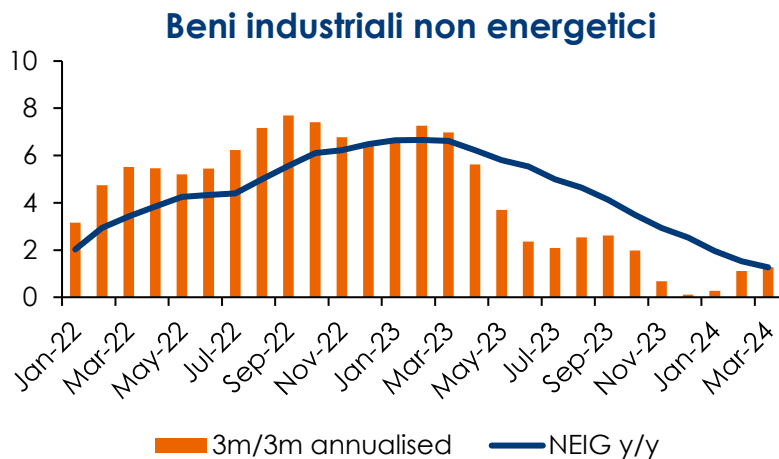
Nei servizi la pressione sui prezzi rimane elevata



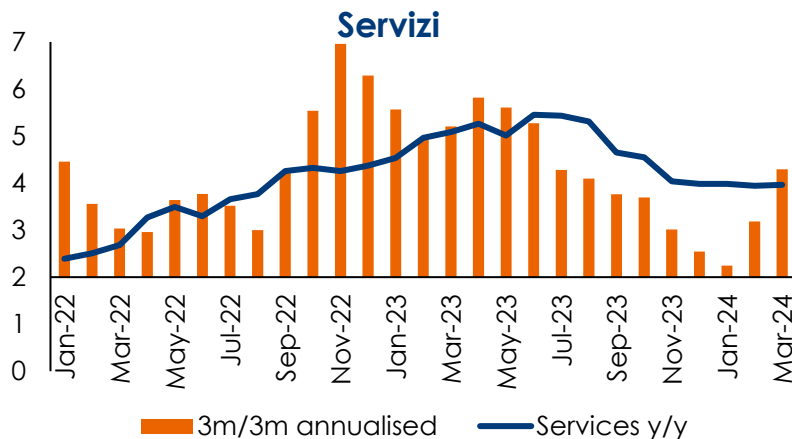
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat, EU Commission DG Ecofin



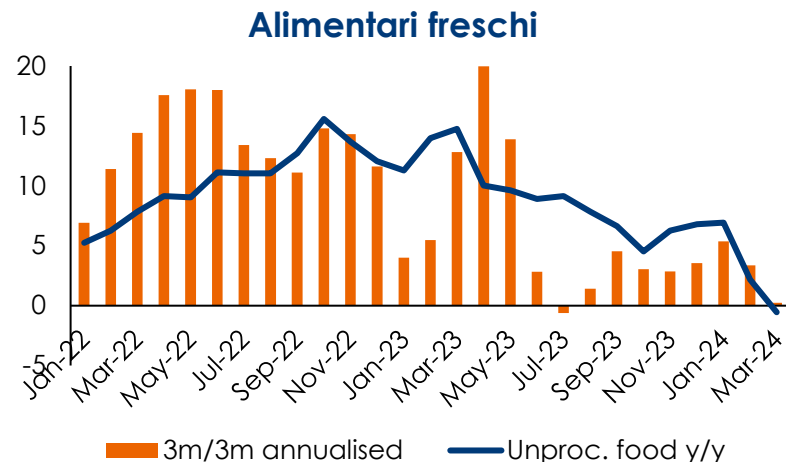
# Il momentum di inflazione è in moderazione, ma attenzione ai servizi



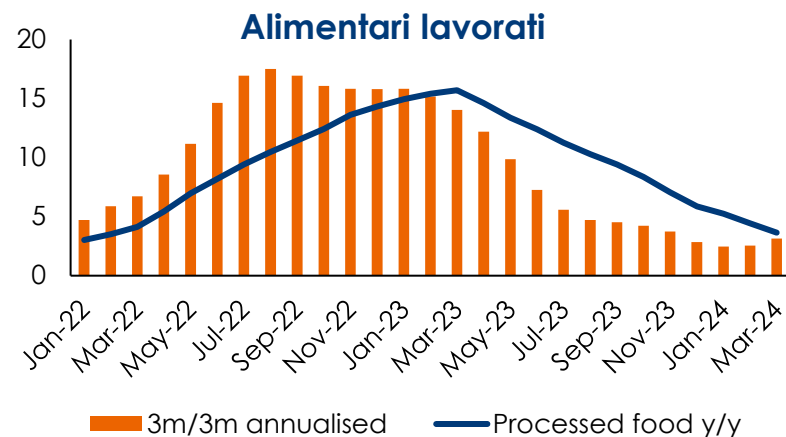
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

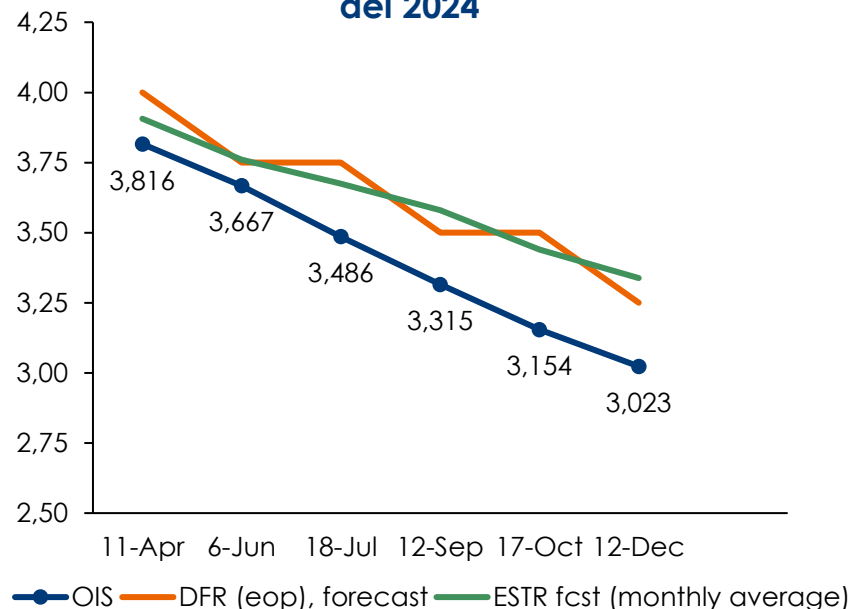


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

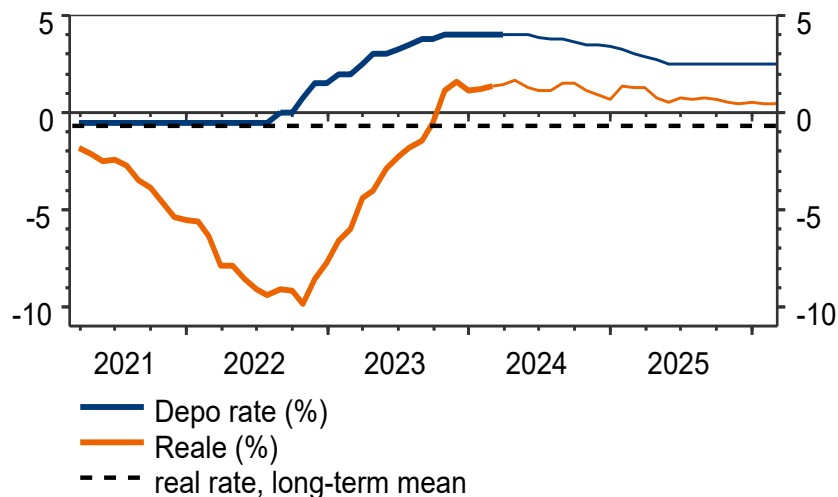
# BCE: il primo taglio arriverà a metà 2024

**Prevediamo che a giugno la BCE inizierà un ciclo di taglio dei tassi ufficiali**, favorito da un'inflazione più alta del previsto, da una relativa moderazione salariale e da una crescita più bassa delle attese. Le aspettative del mercato sono ora ragionevoli. La cautela della BCE si spiega con una strategia di contenimento del rischio (danno reputazionale se l'inflazione del 2025 dovesse ancora superare l'obiettivo).

## Chiara revisione al ribasso delle aspettative di taglio del mercato, ora a 75-100pb entro la fine del 2024



## I tagli dei tassi della BCE saranno presto appropriati per evitare un'eccessiva restrizione attraverso i tassi reali



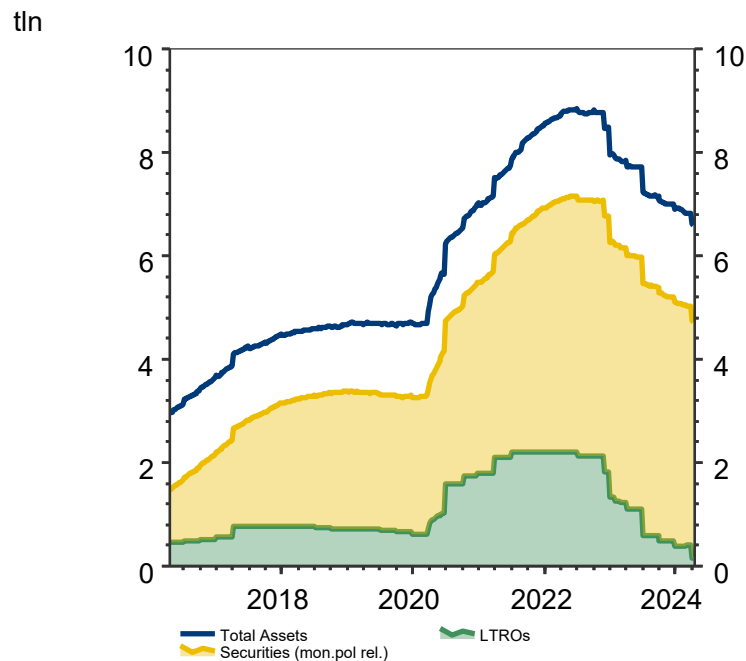
Nota: il DFR implicito è stimato ipotizzando uno spread ESTR invariato, con arrotondamento ai 25 punti base più vicini.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, LSEG: Intesa Sanpaolo, LSEG

Fonte: previsioni di Intesa Sanpaolo. Il tasso reale previsto è calcolato sulla base delle nostre previsioni di DFR e inflazione

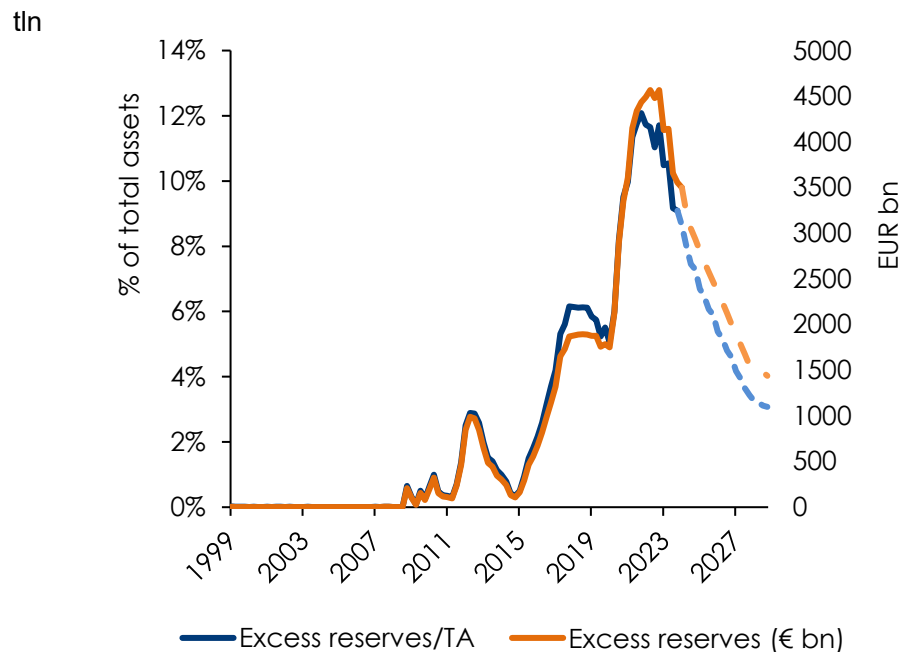
# Il drenaggio delle riserve in eccesso continuerà

La BCE ha smesso di reinvestire il portafoglio APP dal luglio 2023. Il **QT sarà esteso al portafoglio PEPP dal luglio 2024 (-7,5 miliardi al mese)**. I reinvestimenti del PEPP saranno completamente eliminati dalla fine del 2024. Ci aspettiamo che il bilancio della BCE torni a crescere solo a partire dal 2028-29.

**Con il rimborso delle TLTRO, le attività della BCE sono costituite principalmente da titoli**



**Il drenaggio della liquidità in eccesso si è finora rivelato rapido e privo di problemi**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fonte: proiezioni BCE e Intesa Sanpaolo

# Eurozona: sintesi delle previsioni

	2023	2024f	2025f	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024	2025	2025
				1	2	3	4	1	2	3	4	1	2
<b>GDP (constant prices, y/y)</b>	0.5	0.5	1.3	1.3	0.6	0.1	0.1	0.2	0.2	0.6	1.0	1.2	1.3
<b>- q/q change</b>				0.0	0.1	-0.1	-0.1	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>Private consumption</b>	0.6	0.8	1.3	0.1	0.1	0.3	0.1	0.1	0.2	0.4	0.4	0.3	0.3
<b>Fixed investment</b>	1.4	0.0	2.4	0.3	0.2	0.0	1.0	-1.3	0.4	0.2	0.7	0.8	0.6
<b>Government consumption</b>	0.8	0.9	0.4	-0.3	0.3	0.7	0.5	0.0	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
<b>Export</b>	-1.0	0.5	2.9	-0.5	-1.1	-1.2	0.0	0.9	0.2	0.5	0.5	0.9	0.9
<b>Import</b>	-1.4	1.2	2.0	-1.6	-0.1	-1.4	0.6	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>Stockbuilding (% contr. to GDP)</b>	-0.4	0.2	-0.5	-0.5	0.6	-0.4	-0.1	0.3	0.1	0.1	-0.1	-0.2	-0.2
<b>Current account (% of GDP)</b>	1.5	1.8	2.2										
<b>Deficit (% of GDP)</b>	-3.6	-2.9	-2.4										
<b>Debt (% of GDP)</b>	88.6	89.7	89.5										
<b>HICP (y/y)</b>	5.4	2.3	1.7	8.0	6.2	5.0	2.7	2.6	2.5	2.1	2.2	1.5	1.7
<b>Industrial production (y/y)</b>	-2.2	-1.7	2.1	0.7	-0.8	-4.8	-3.9	-4.9	-2.2	-0.2	0.6	2.4	2.3
<b>Unemployment (%)</b>	6.5	6.6	6.5	6.6	6.5	6.5	6.5	6.5	6.7	6.7	6.6	6.6	6.5
<b>3-month Euribor</b>	3.43	3.68	2.61	2.63	3.36	3.78	3.96	3.92	3.82	3.63	3.33	2.87	2.51

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

# Agenda

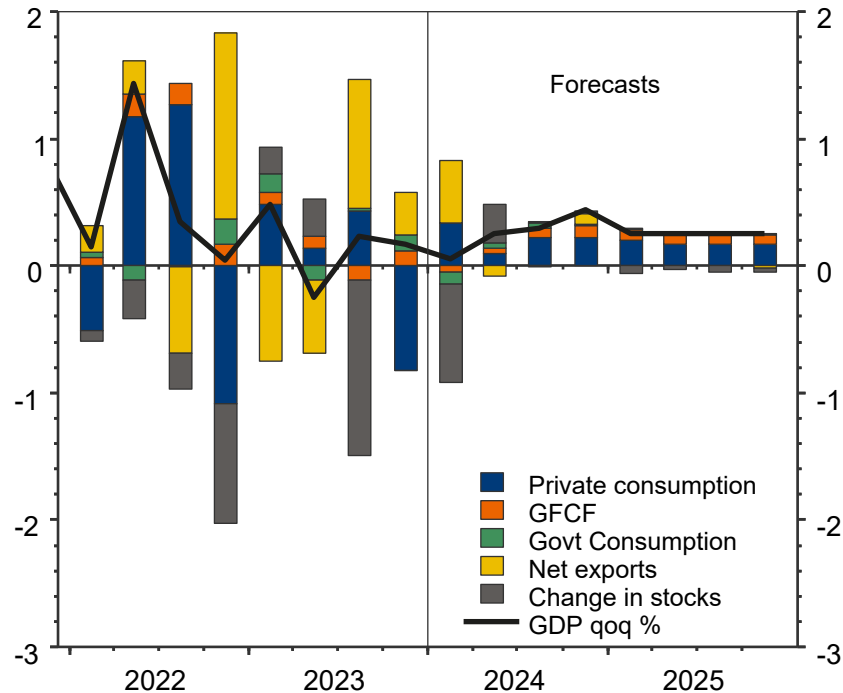
**1** La situazione economica internazionale

**2** L'economia italiana

**3** Prospettive fiscali dell'Italia

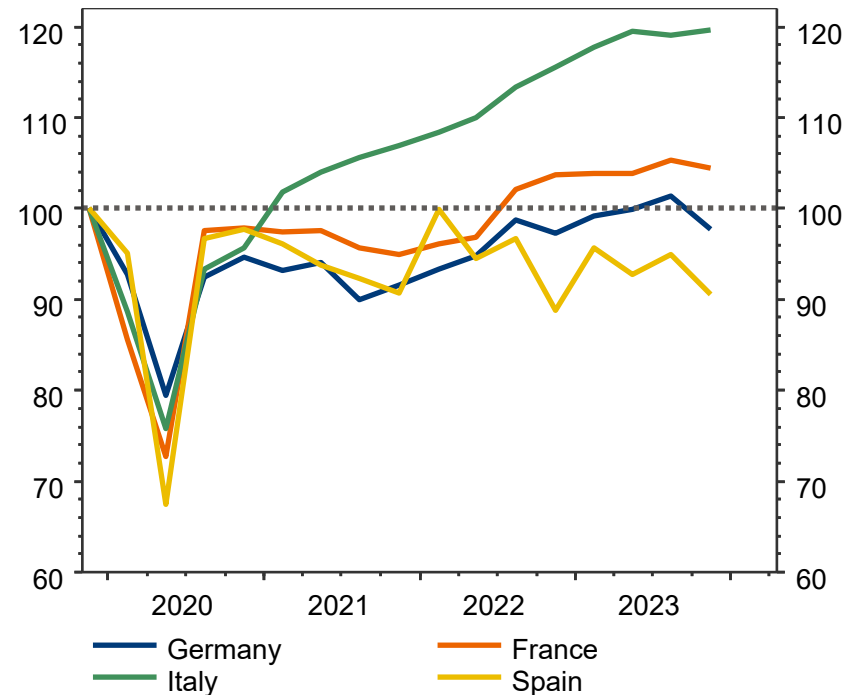
# PIL più forte delle attese a fine 2023 (0,2% t/t), trainato da esportazioni e costruzioni

La crescita del PIL a fine 2023 è dovuta a esportazioni e investimenti, con un contributo negativo dei consumi



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

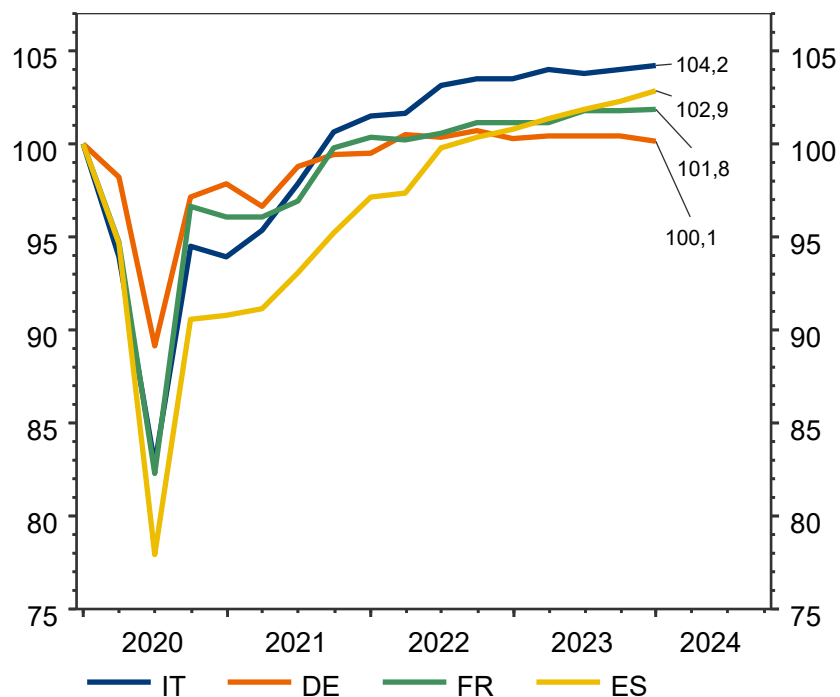
È proseguita la sovraperformance rispetto agli altri principali Paesi in termini di crescita degli investimenti (trainati dalle costruzioni)



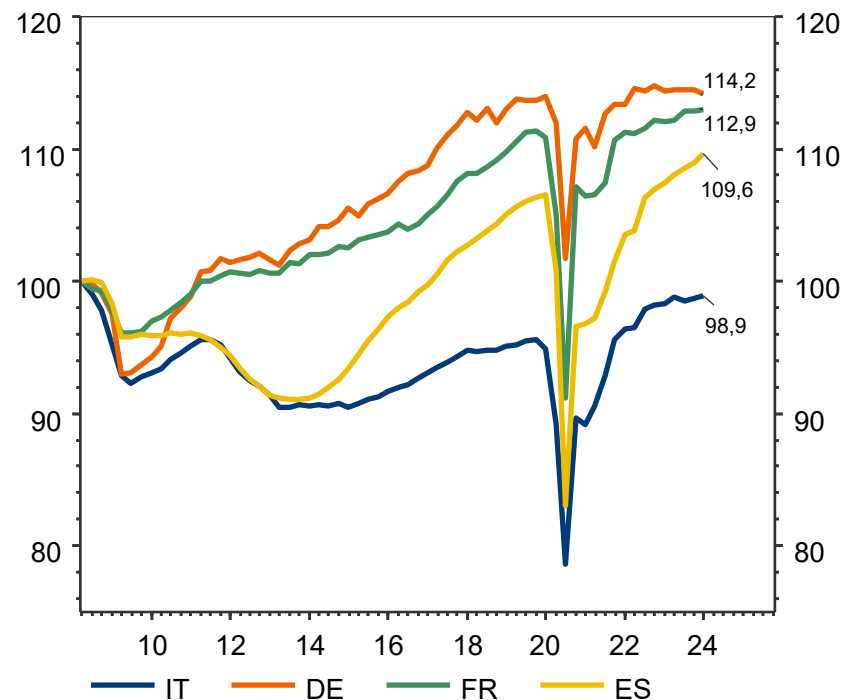
Nota: investimenti fissi lordi, 2019 T4 = 100.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

# La tendenza di lungo periodo è meno favorevole

PIL (2019 T4 = 100)



PIL (2008 T1 = 100)

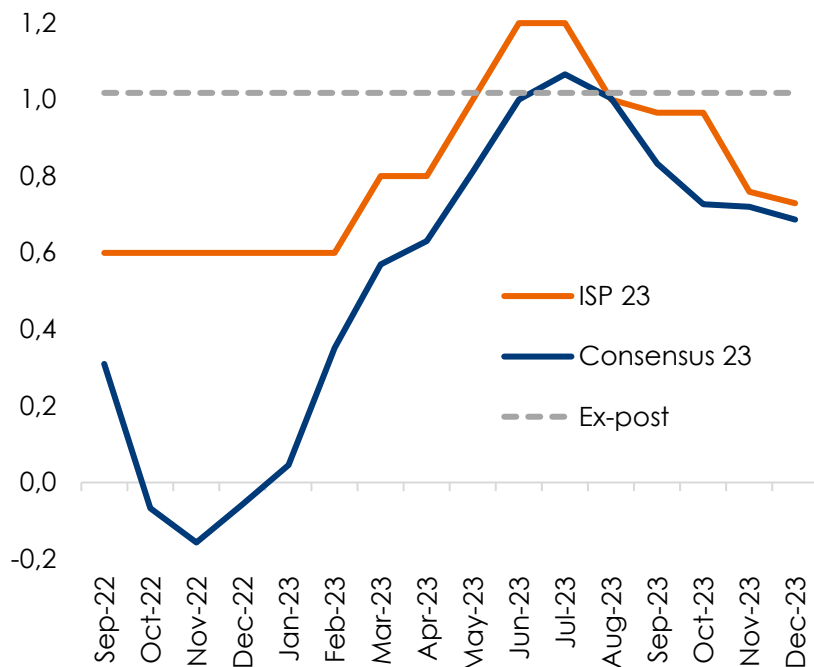


Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

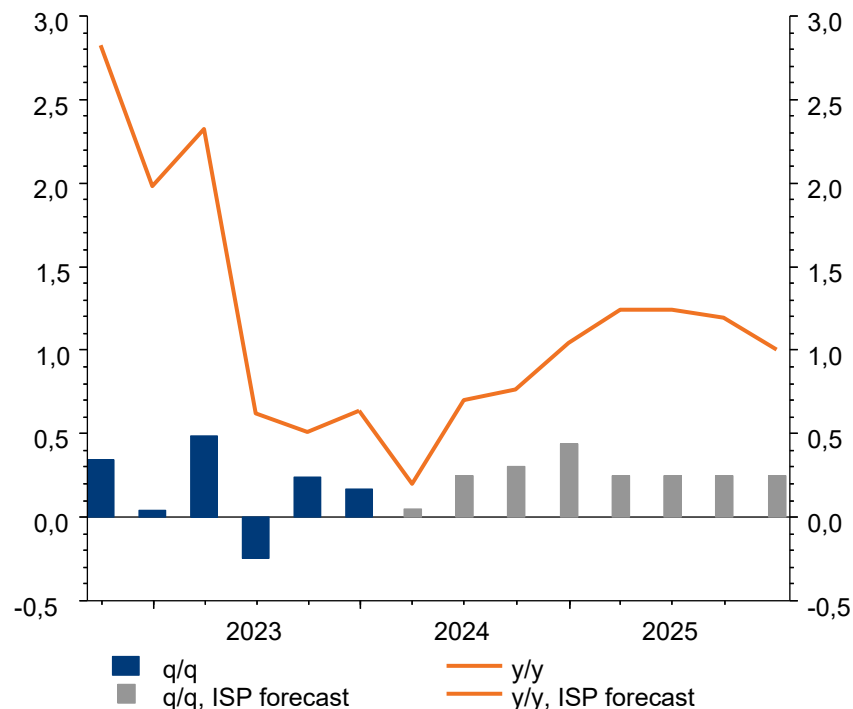
Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

# Il 2023 è stato migliore del previsto, nel 2024 la ripresa dovrebbe rafforzarsi nel corso dell'anno...

La crescita del PIL nel 2023 (1%) è stata molto più alta del consenso a fine 2022 (negativo) e più o meno in linea con la nostra previsione media negli ultimi 12 mesi



Dopo un possibile rallentamento nel 1° trim., la ripresa dovrebbe rafforzarsi gradualmente nel corso del 2024



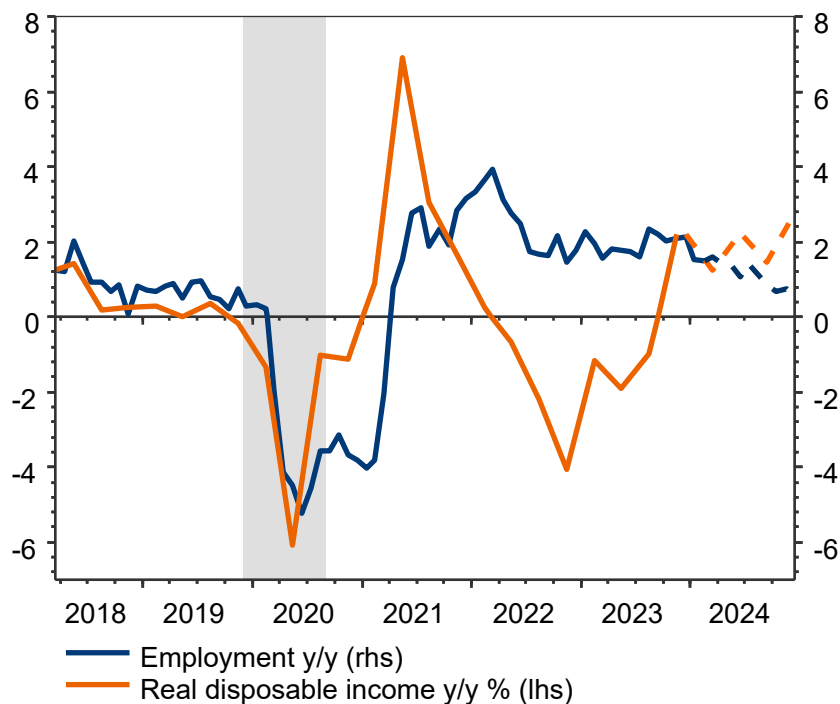
Fonte: Intesa Sanpaolo, Consensus Economics Forecast

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo



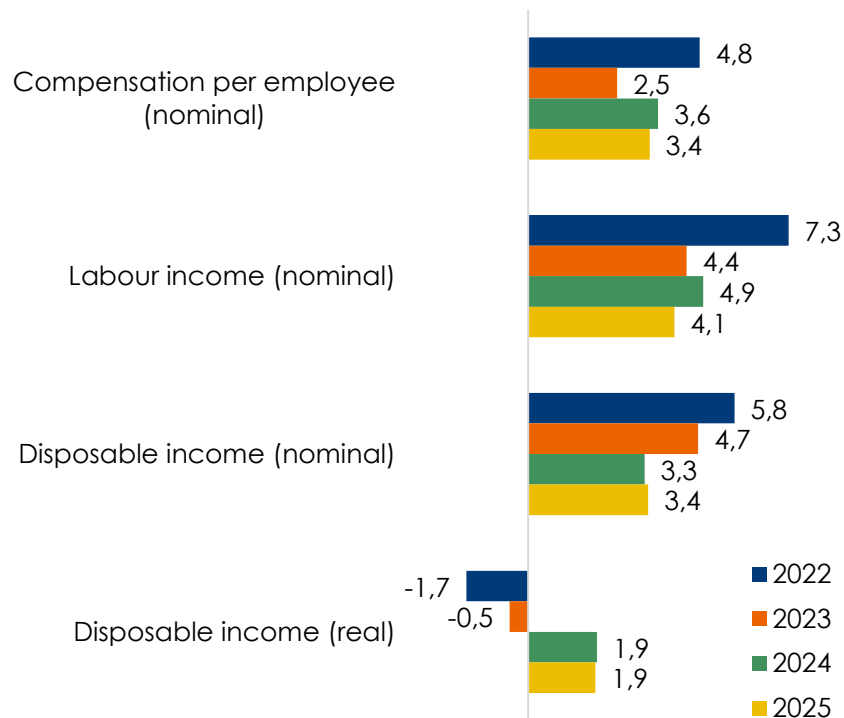
# ...grazie al recupero del potere d'acquisto dei nuclei familiari...

## La tenuta dell'occupazione...



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

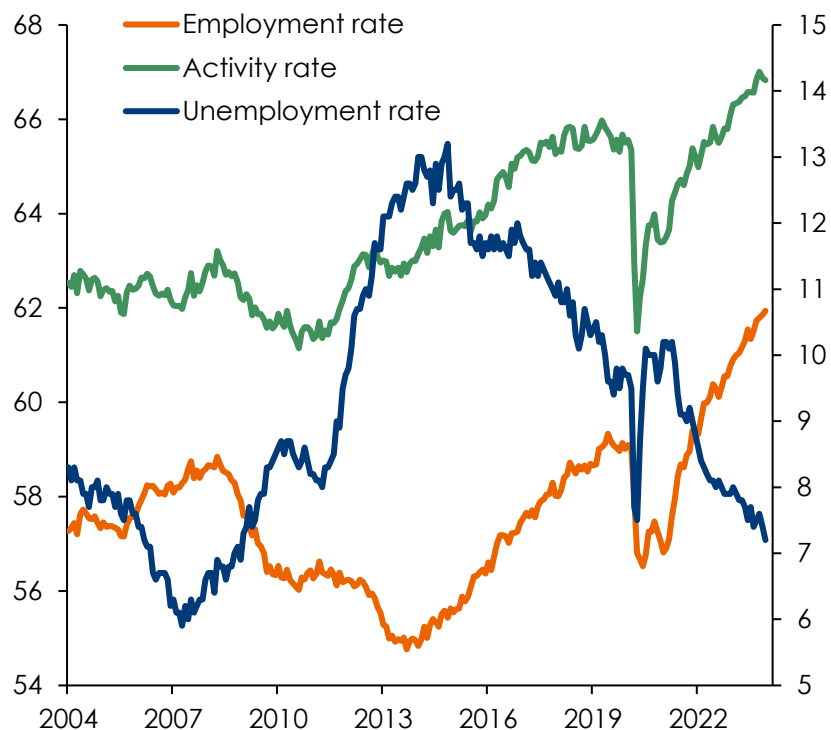
## ...dovrebbe favorire un'ulteriore crescita dei redditi nominali e (insieme al calo dell'inflazione) una ripresa dei redditi reali



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

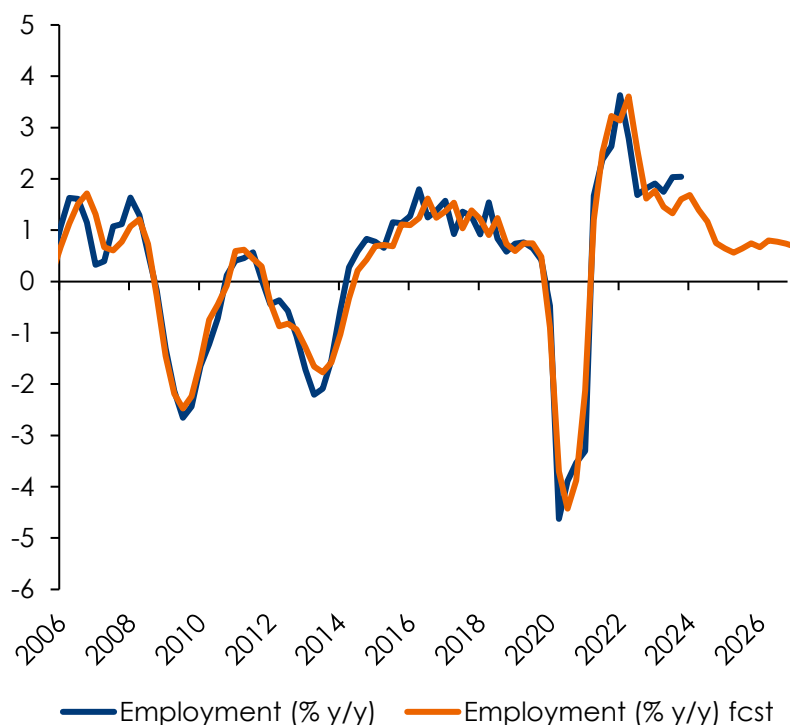
# ...in un contesto di mercato del lavoro ancora robusto...

I tassi di occupazione e attività sono vicini ai massimi storici, la disoccupazione è ai minimi dalla crisi finanziaria



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

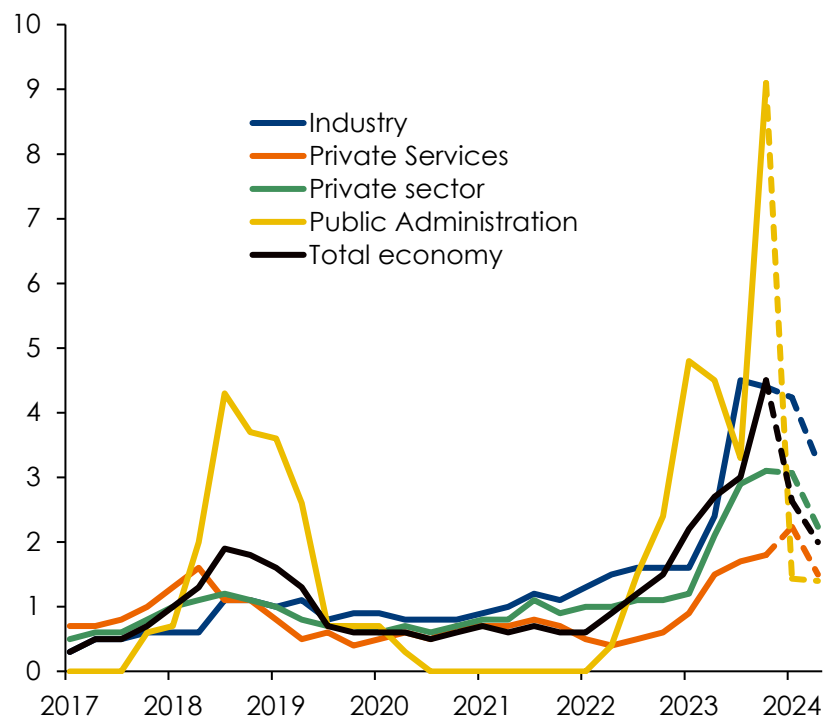
La crescita dell'occupazione rallenterà ma non si fermerà



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

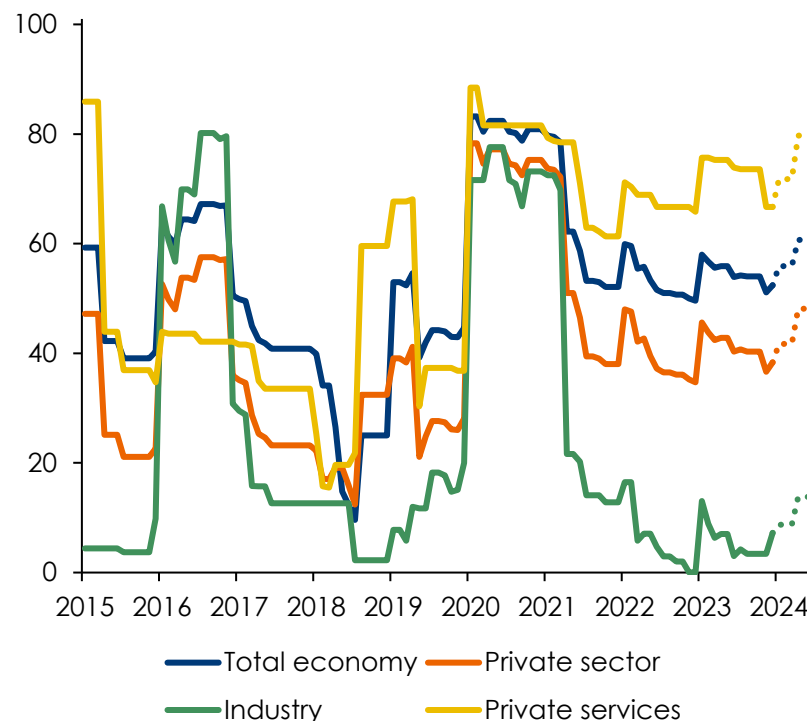
## ...e di crescita dei salari

I salari negoziati hanno subito una forte accelerazione a dicembre grazie ai pagamenti una tantum per compensare i dipendenti pubblici dei ritardi nella contrattazione



Nota: le linee tratteggiate sono proiezioni Istat basate sui contratti in essere a dicembre 2023.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

...ma oltre il 50% dei lavoratori è ancora in attesa della rinegoziazione del contratto e il numero aumenterà ulteriormente nei prossimi mesi



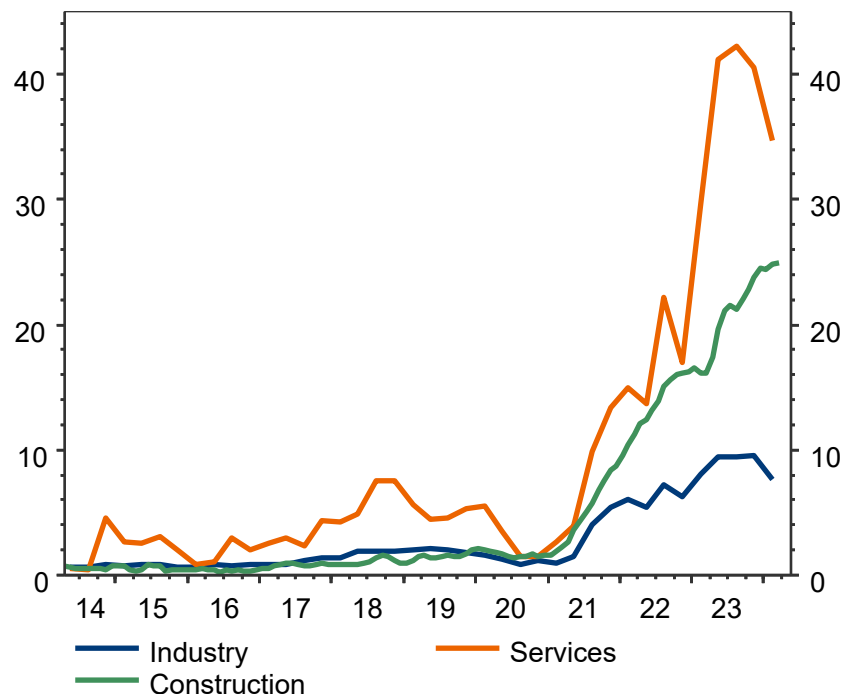
Nota: le linee tratteggiate corrispondono alle previsioni dei contratti collettivi scaduti e non rinnovati.  
Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

# Le ragioni della recente forza del mercato del lavoro

- Anche tenendo conto dei ritardi tra PIL e occupazione, **il mercato del lavoro nel 2023 si è dimostrato più forte di quanto previsto.**
- **Tra i fattori che potrebbero spiegare la resilienza:**
  - **Composizione settoriale:** ripresa trainata dai settori ad alta intensità di manodopera (a bassa produttività) meno colpiti dalla crisi energetica, ovvero servizi e costruzioni;
  - **Labour hoarding:** potrebbe aver giocato un ruolo, ma meno che in altri Paesi. I dati su ore lavorate, CIG e indici di labour hoarding della Commissione Europea non forniscono molte prove di un utilizzo del margine intensivo più che in passato. Tuttavia, dato che le imprese continuano a segnalare problemi di assunzione, questo potrebbe fungere da sostegno se l'economia dovesse rallentare più del previsto nel 2024;
  - **Costo del lavoro** inferiore al costo del capitale: il costo unitario del lavoro è aumentato meno dei profitti, mentre il costo del capitale ha risentito dell'aumento dei tassi di interesse;
  - **Emergenza del lavoro informale?** Difficile da dimostrare, ma l'evidenza in altri Paesi dell'area dell'euro suggerisce che potrebbe essere il caso anche dell'Italia;
  - **Una maggiore domanda di lavoro soddisfatta da un crescente tasso di partecipazione** dovuto a fattori ciclici e strutturali: aumento dell'età pensionabile e politiche di welfare (ad esempio, Programma Nazionale Garanzia Occupabilità Lavoratori);
  - Una spiegazione alternativa/aggiuntiva potrebbe essere che la **crescita del PIL sia più forte di quanto attualmente misurato dai conti nazionali**, come suggerito dalle revisioni al rialzo dei dati passati.

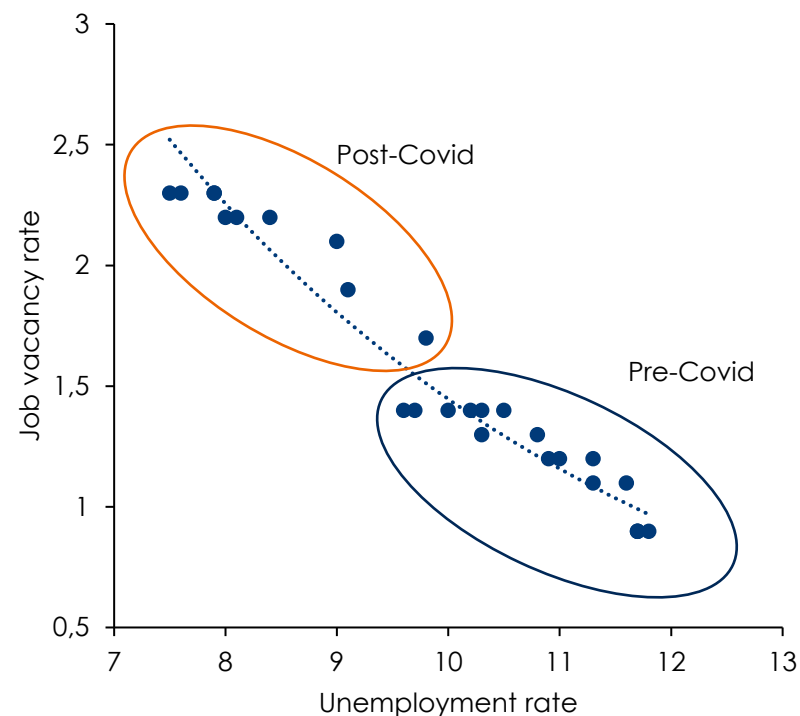
# Un mercato del lavoro teso più a lungo

La percentuale di imprese che segnalano difficoltà nel trovare lavoratori rimane superiore alla media



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

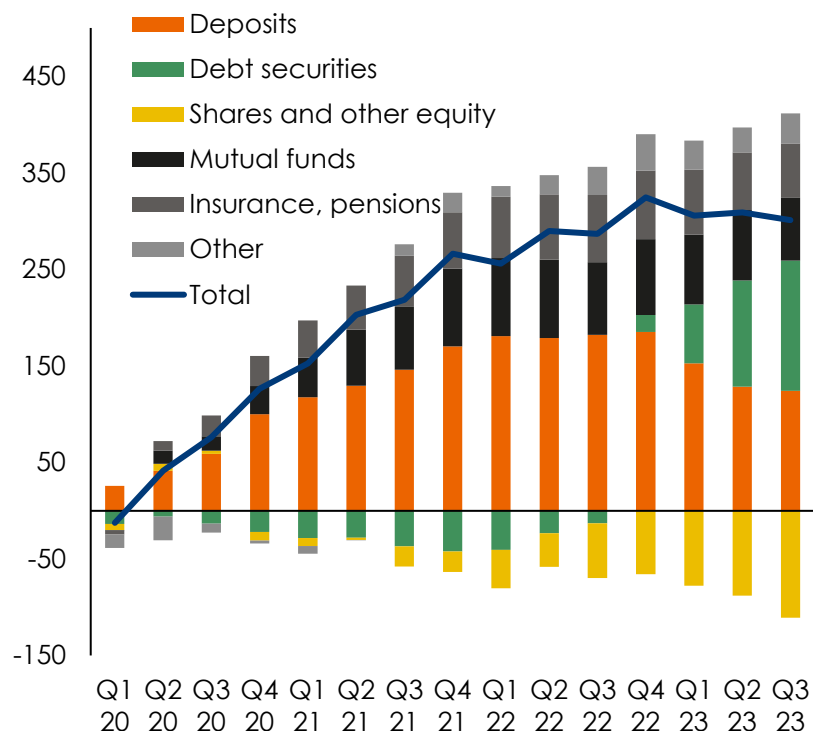
Spostamento verso l'alto della curva di Beveridge dopo la pandemia



Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat

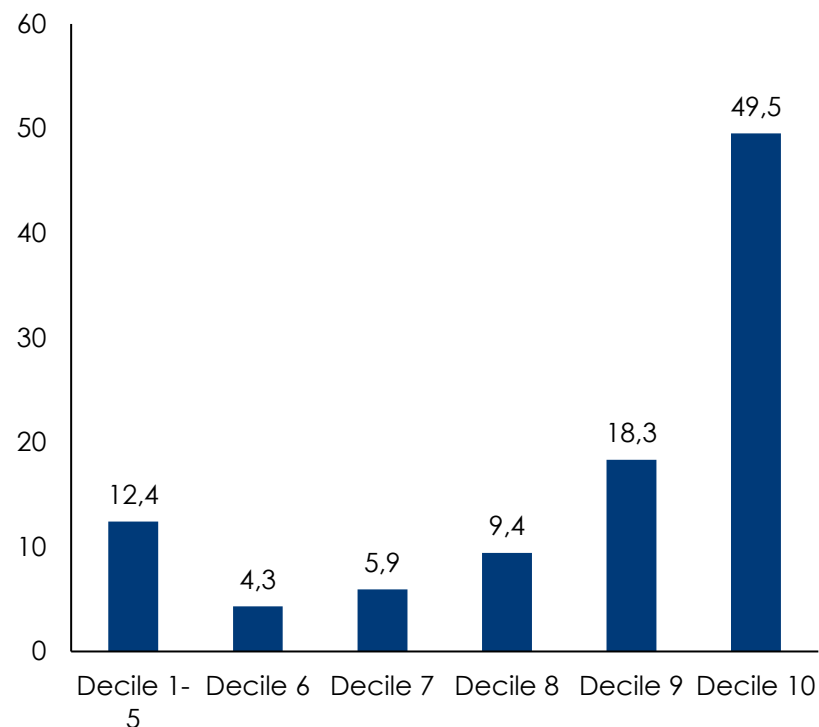
# Distribuzione diseguale del risparmio in eccesso

**Durante la pandemia le famiglie hanno accumulato più di 150 mld di liquidità in eccesso...**



Nota: aumento cumulato della ricchezza delle famiglie dal quarto trimestre 2019. Fonte: Intesa Sanpaolo, Banca d'Italia

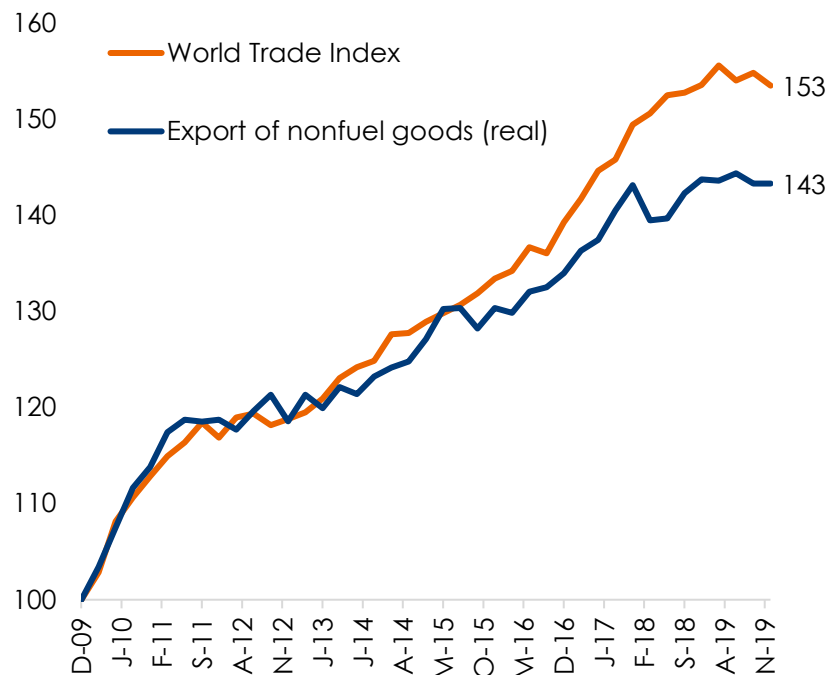
**...ma per lo più concentrato tra i nuclei familiari più ricchi**



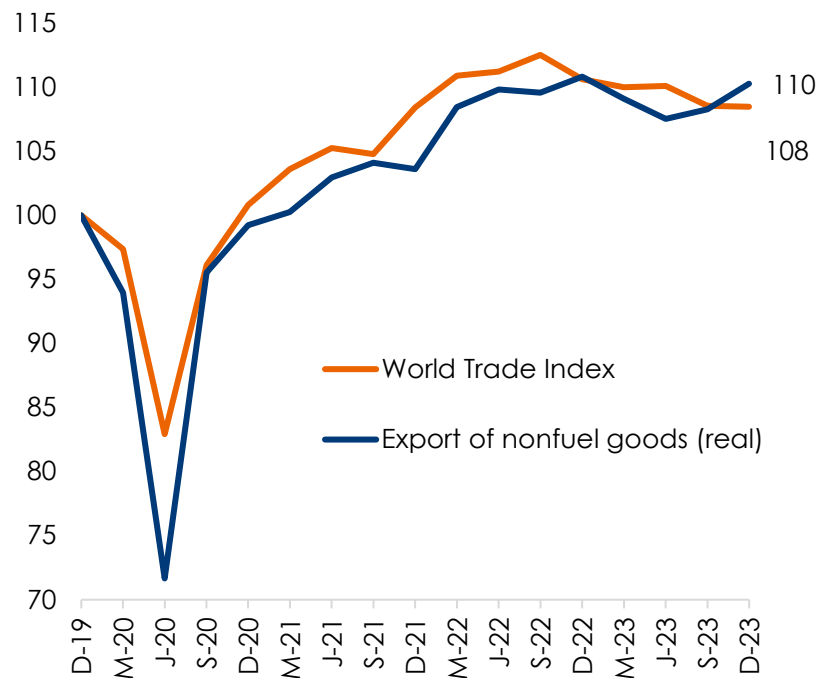
Nota: distribuzione dei depositi (% totale) per decile di ricchezza. Fonte: Intesa Sanpaolo, Conti della ricchezza distributiva della Banca d'Italia

# Verso una ripartenza del commercio globale

Le esportazioni italiane nei 10 anni precedenti la pandemia hanno sottoperformato la crescita della domanda globale verso l'Italia...



...viceversa, questa sottoperformance sembra essere venuta meno nel periodo post-pandemico



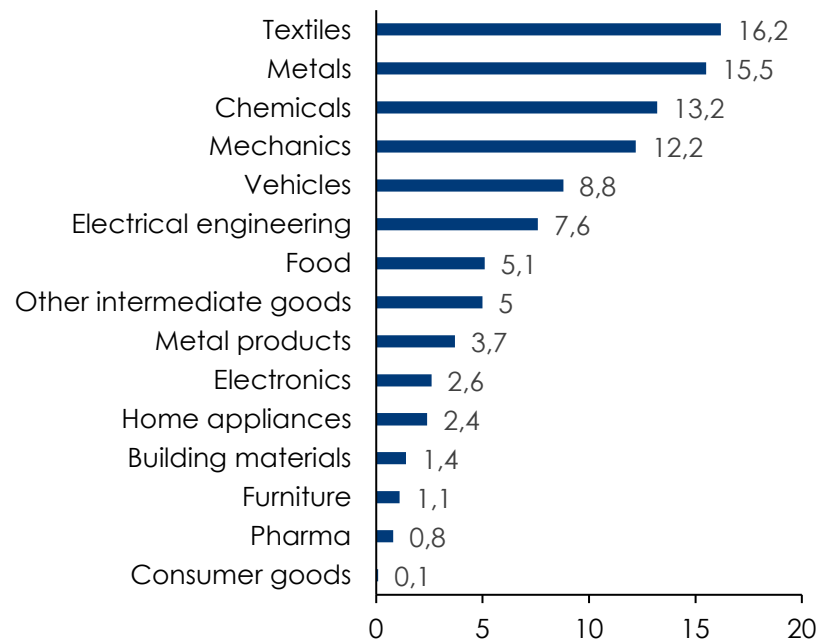
Nota: l'"indice del commercio mondiale" per l'Italia è costruito come media ponderata delle importazioni di beni non energetici dai principali partner commerciali dell'Italia (in termini reali). Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, OEF

Nota: l'"indice del commercio mondiale" per l'Italia è costruito come media ponderata delle importazioni di beni non energetici dai principali partner commerciali dell'Italia (in termini reali). Fonte: Intesa Sanpaolo, Istat, OEF

# Tensioni nel Mar Rosso: impatto più rilevante per le importazioni che per le esportazioni

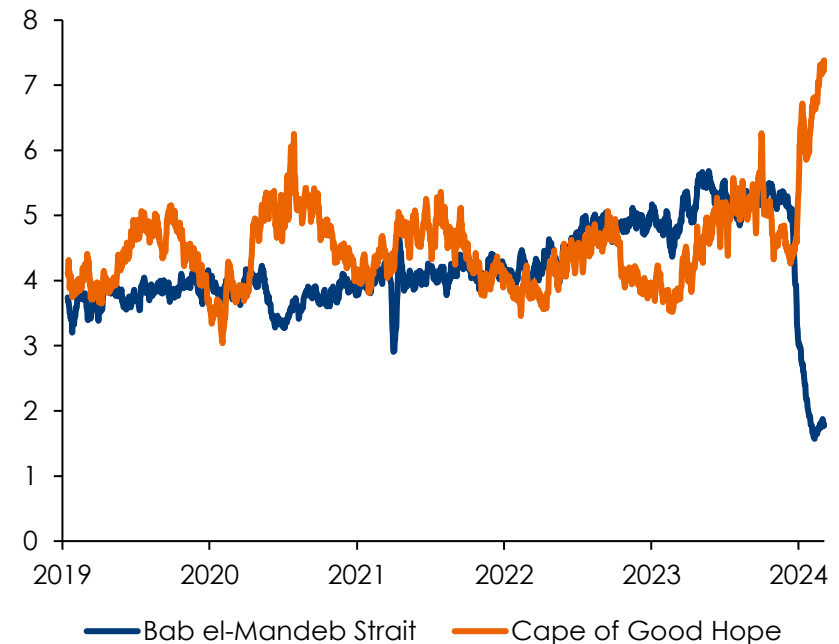
La quota di merci dell'Italia che transita dal Canale di Suez è pari al **12% del commercio totale, ma il peso è più rilevante per l'import** (16% del totale) **che per l'export** (7% del totale). I partner più colpiti sono Cina, India, Arabia Saudita, Giappone e Corea del Sud.

## Importazioni italiane di manufatti in transito dal Mar Rosso: quote % settoriali



Fonte: Intesa Sanpaolo, Eurostat

## Il traffico marittimo parzialmente deviato da Bab el-Mandeb verso il Capo di Buona Speranza, ridurrà anche il traffico nei porti del Mediterraneo

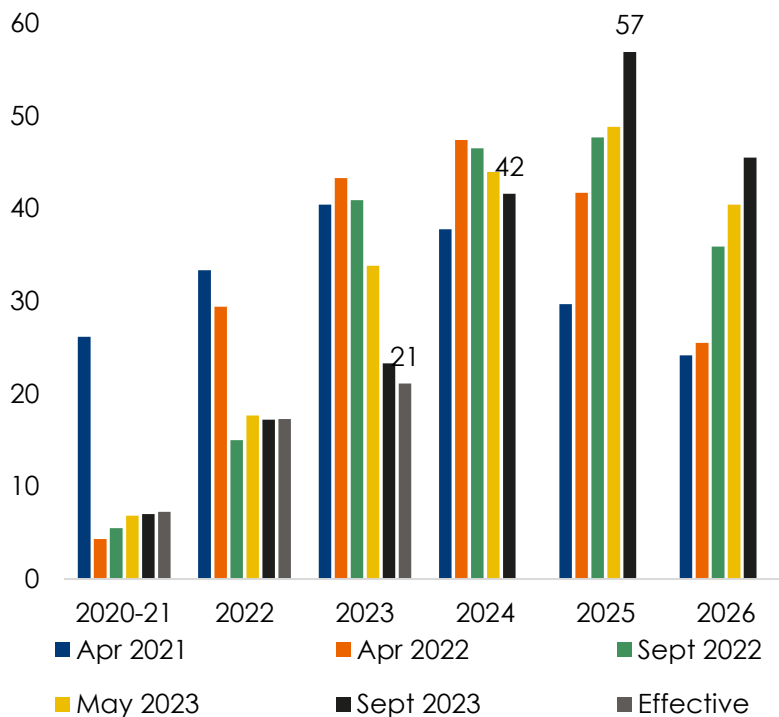


Nota: media mobile a 14 giorni del volume di transito (milioni di tonnellate). Fonte: Intesa Sanpaolo, IMF PortWatch



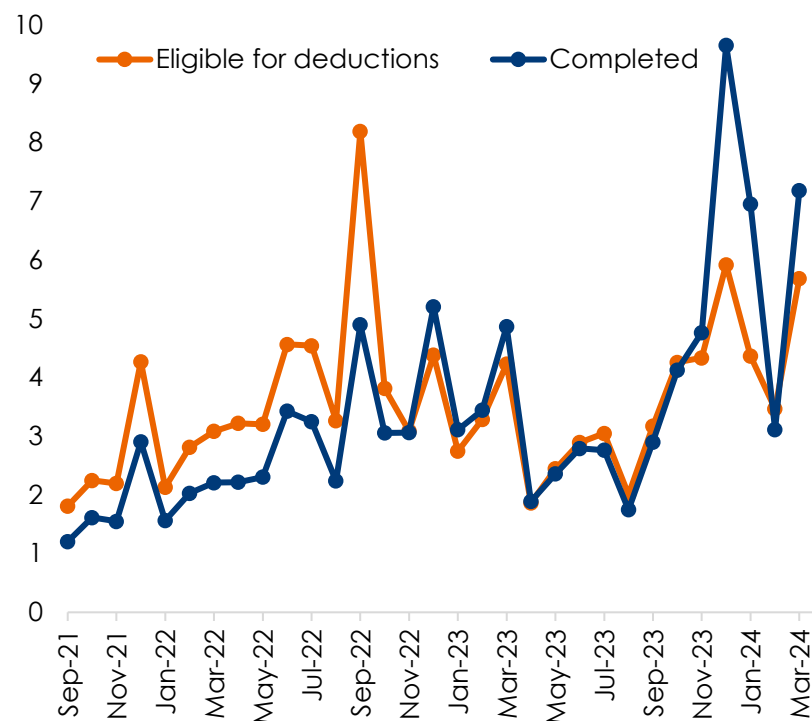
# Il PNRR, e l'adesione ancora sostenuta al Superbonus, potrebbero impedire un'ampia contrazione dell'edilizia

Nel 2023, la spesa effettiva finanziata dal PNRR ammontava a 21 mld di euro, rispetto ai 41 mld di euro previsti dal governo alla fine del 2022; è necessaria una forte accelerazione già a partire da quest'anno



Fonte: Intesa Sanpaolo, governo italiano

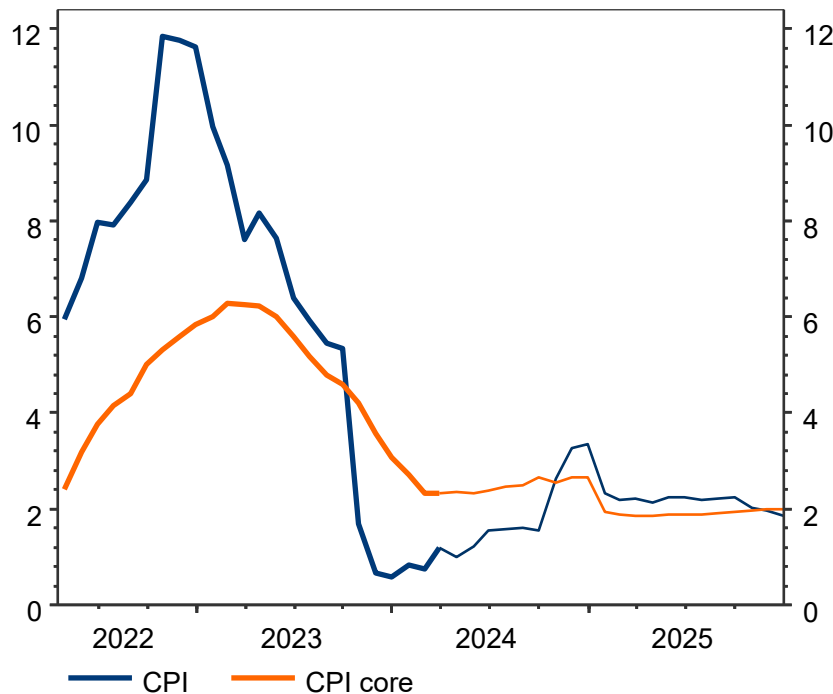
Nel primo trimestre del 2024, il flusso di nuovi investimenti ammissibili al Superbonus, e il completamento dei lavori, è rimasto elevato



Fonte: Intesa Sanpaolo, ENEA

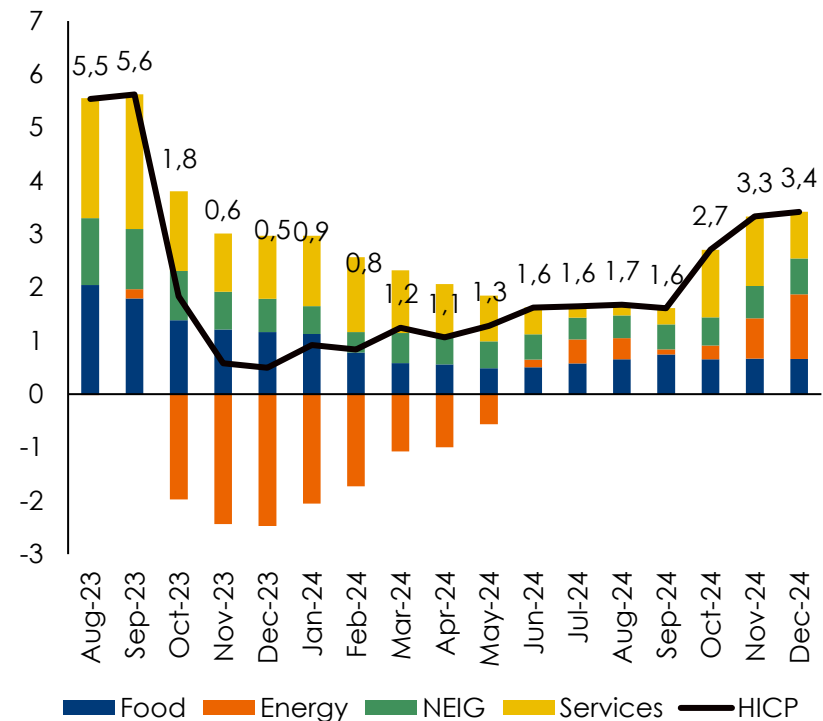
# Inflazione ancora al di sotto della media Eurozona nel 1° semestre 2024, in aumento nel corso dell'anno

Il calo dell'inflazione nella seconda metà del 2023 è stato più rapido del previsto...



Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

...ma la crescita dei prezzi dovrebbe aumentare gradualmente nei prossimi mesi per via di effetti base meno favorevoli sull'energia



Nota: contributi all'inflazione IPCA. Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo

# Italia: sintesi delle previsioni

- Dopo un 2023 più forte del previsto, **la crescita congiunturale del PIL dovrebbe lentamente guadagnare slancio nel corso del 2024.**
- I dati recenti indicano che i **rischi sono più bilanciati** rispetto a qualche settimana fa: l'industria potrebbe aver raggiunto un punto di minimo ciclico, i servizi sembrano riaccelerare moderatamente e l'edilizia sta ancora beneficiando della coda dei lavori finanziati dal Superbonus.
- Nella seconda metà del 2024 si rafforzeranno **due fattori di ripresa**: l'aumento del reddito disponibile reale delle famiglie e l'accelerazione dei flussi di spesa finanziati dal PNRR.

	2023	2024f	2025f	2022	2022	2023	2023	2023	2023	2024	2024	2024	2024
				3	4	1	2	3	4	1	2	3	4
<b>GDP (constant prices)</b>	1.0	0.7	1.2	2.8	2.0	2.3	0.6	0.5	0.6	0.2	0.7	0.8	1.0
- q/q change				0.3	0.0	0.5	-0.2	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3	0.4
<b>Personal consumer spending</b>	1.2	0.4	1.3	2.2	-1.8	0.8	0.2	0.7	-1.4	0.6	0.2	0.4	0.4
<b>Government consumption</b>	1.2	0.2	0.2	0.0	1.1	0.8	-0.6	0.1	0.7	-0.5	0.2	0.2	0.1
<b>Fixed Investments</b>	4.9	2.4	1.4	0.2	1.9	1.8	0.0	0.7	2.4	0.4	-0.5	0.2	0.4
<b>Imports</b>	-0.2	-2.1	2.5	2.0	-2.6	0.6	0.9	-1.9	0.2	-2.5	0.7	0.6	0.6
<b>Exports</b>	0.5	1.2	2.6	-0.1	1.8	-1.6	-0.9	1.2	1.2	-0.9	0.4	0.6	0.8
<b>Net exports (% of GDP)</b>	0.2	1.1	0.1	-0.7	1.5	-0.8	-0.6	1.0	0.3	0.5	-0.1	0.0	0.1
<b>Final Domestic Demand (% of GDP)</b>	2.0	0.8	1.1	1.3	-0.5	1.0	0.0	0.6	-0.2	0.3	0.0	0.3	0.3
<b>CPI (y/y)</b>	5.6	1.7	2.1	8.4	11.7	8.9	7.4	5.6	1.0	0.9	1.3	1.6	3.1
<b>Unemployment (%)</b>	7.7	7.6	7.9	8.0	7.8	7.8	7.7	7.6	7.5	7.4	7.5	7.7	7.8
<b>Real Disposable Income (y/y)</b>	-0.5	1.9	1.9										
<b>Saving rate (%)</b>	6.3	7.8	8.3										
<b>Current Account (% GDP)</b>	1.3	0.8	1.7										

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo

# Agenda

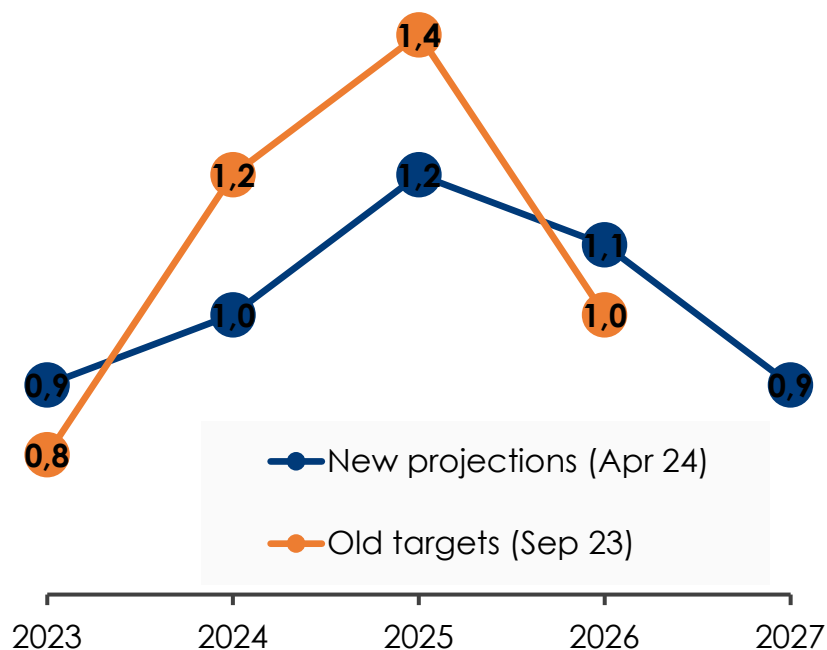
**1** La situazione economica internazionale

**2** L'economia italiana

**3** Prospettive fiscali dell'Italia

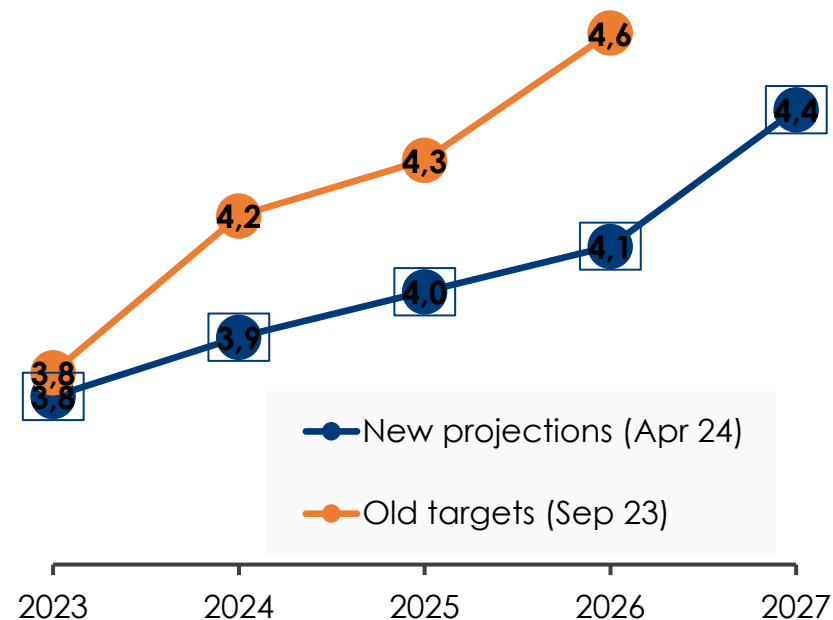
# DEF 2024: crescita del PIL e spesa per interessi rivisti al ribasso...

Tasso di crescita del PIL reale %: Scenari governativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

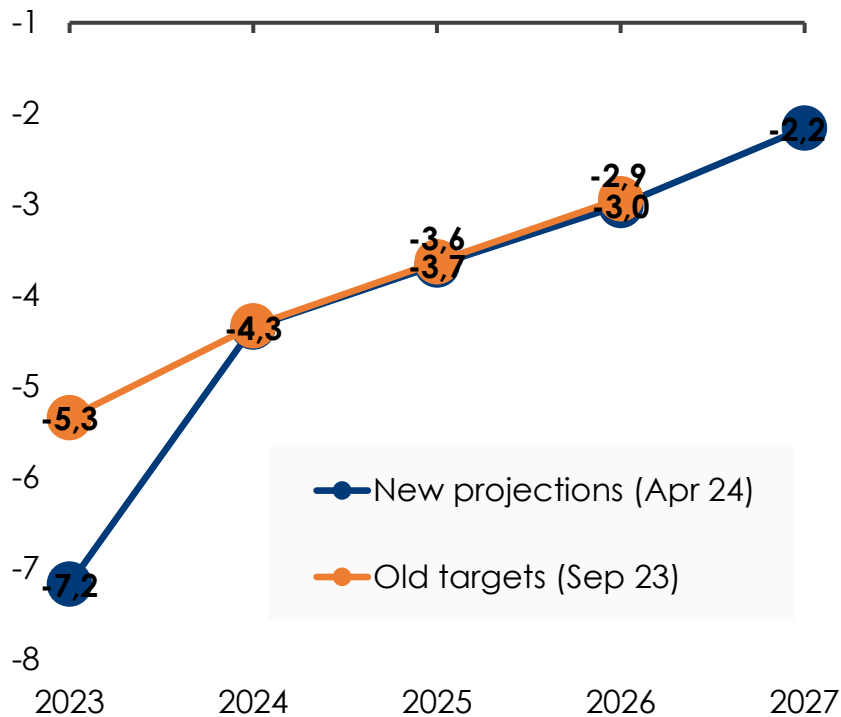
Spesa per interessi (% del PIL): Scenari governativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

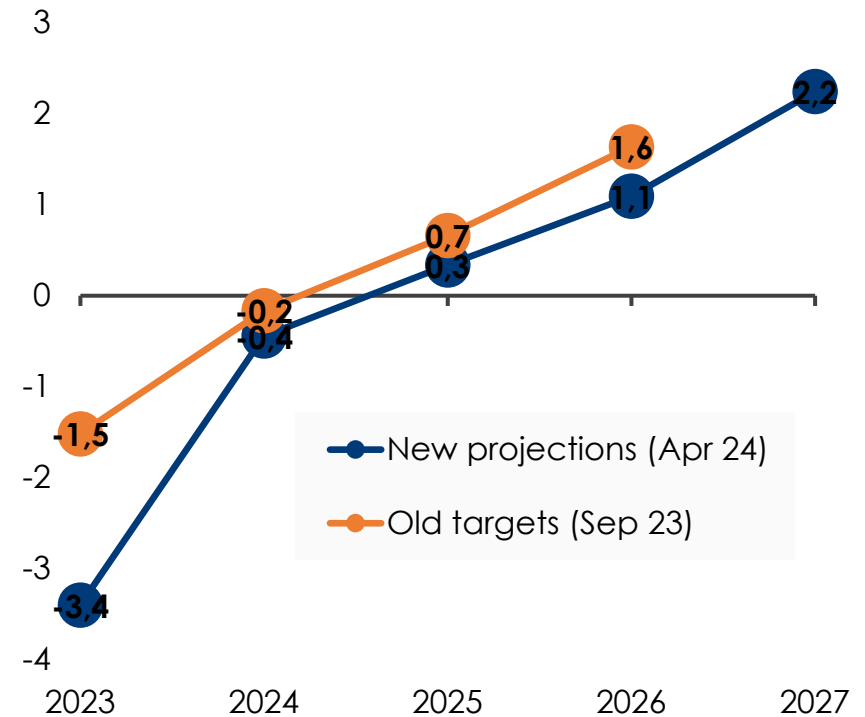
## ...con un impatto limitato sull'indebitamento netto

Indebitamento netto (% del PIL): Scenari governativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

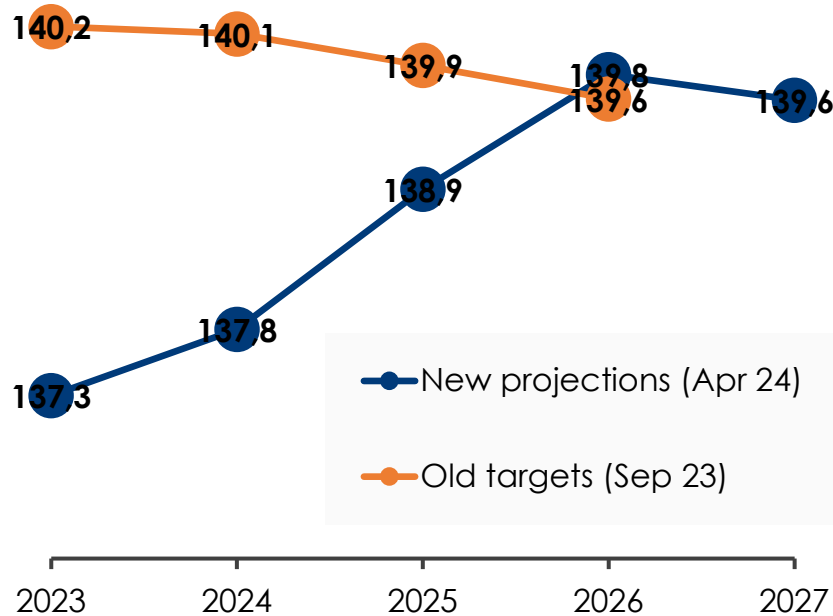
Saldo primario (% del PIL): Scenari governativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

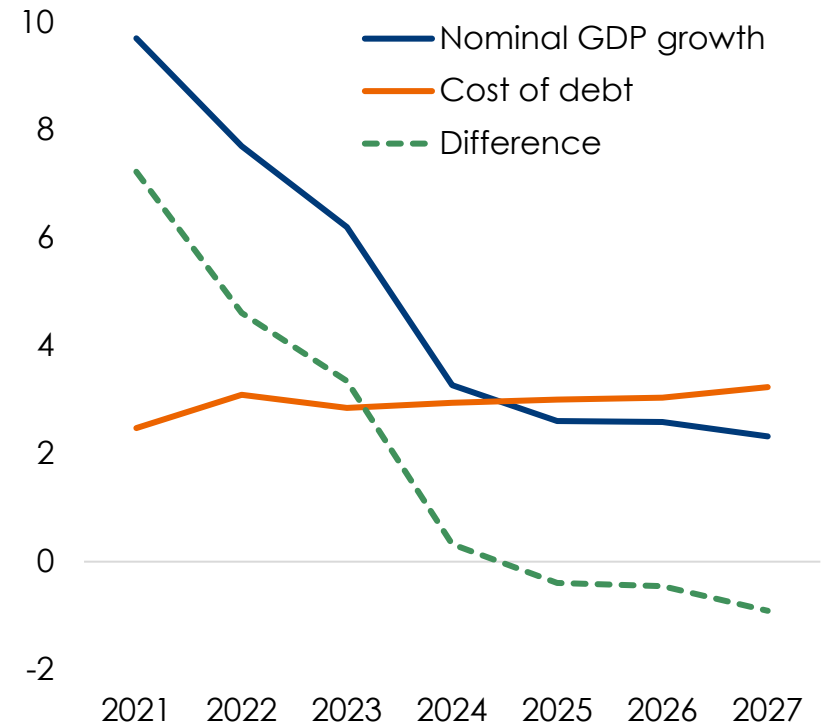
# Il rapporto debito/PIL è più basso di quanto previsto nel 2024-25, ma aumenterà...

## Debito (% del PIL): Scenari governativi



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

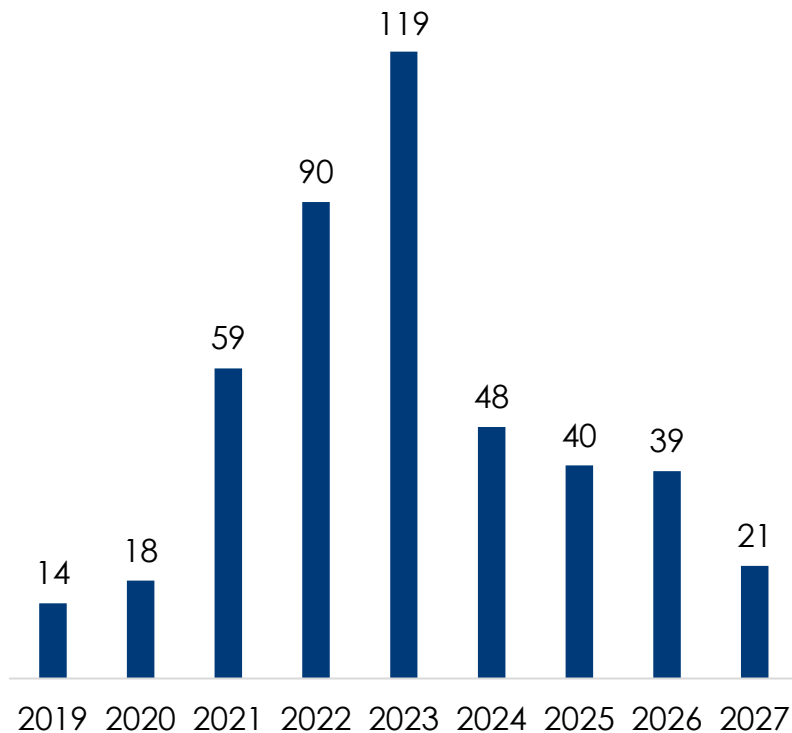
## G-i è sempre meno favorevole



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

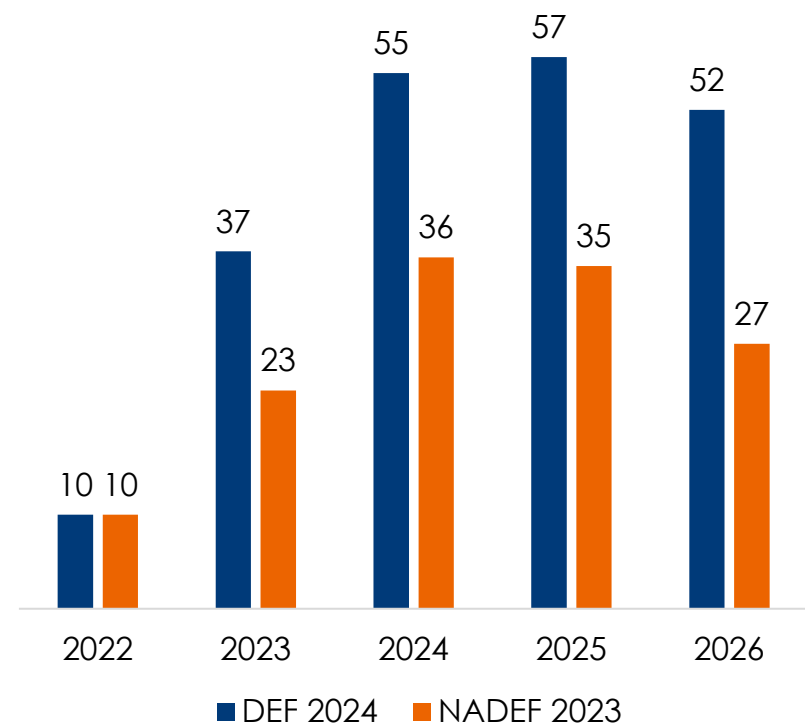
## ...soprattutto a causa dell'impatto dei bonus edilizi

I trasferimenti di capitale (dovuti principalmente ai bonus edilizi) hanno raggiunto un picco nel 2023 e dovrebbero gradualmente ridursi...



Nota: miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

...ma il picco dell'impatto sul fabbisogno di liquidità sarà nel 2024-26

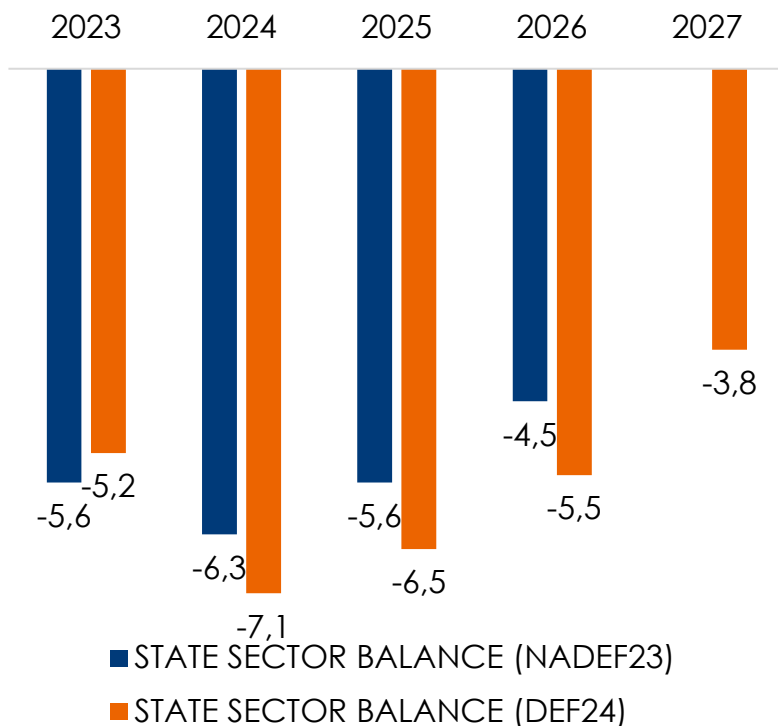


Nota: miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024



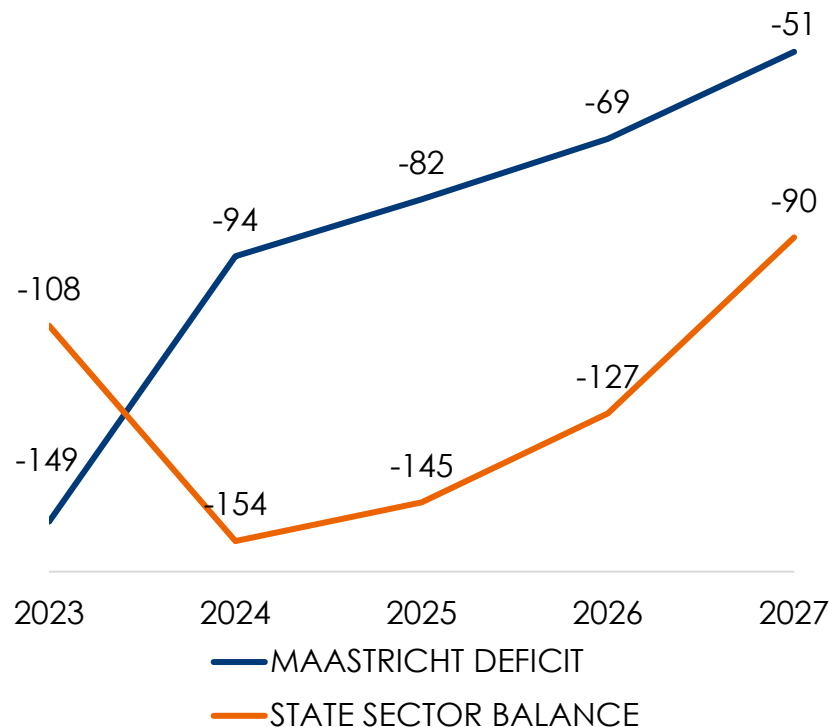
# Il fabbisogno di cassa raggiungerà un picco nel 2024

Il fabbisogno di cassa è stato rivisto significativamente al rialzo nel DEF (% del PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

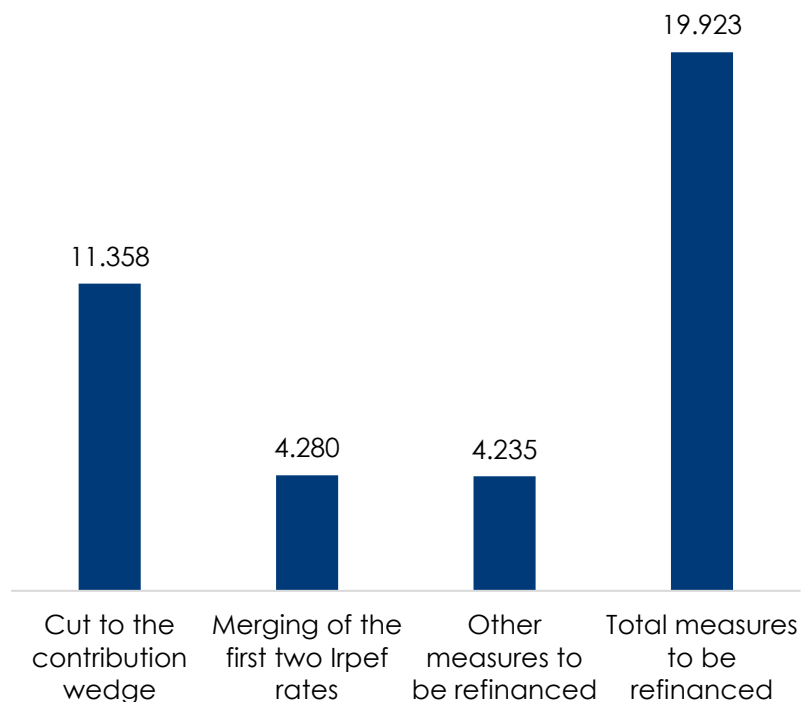
Disavanzo di Maastricht e fabbisogno del settore statale (miliardi di euro)



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

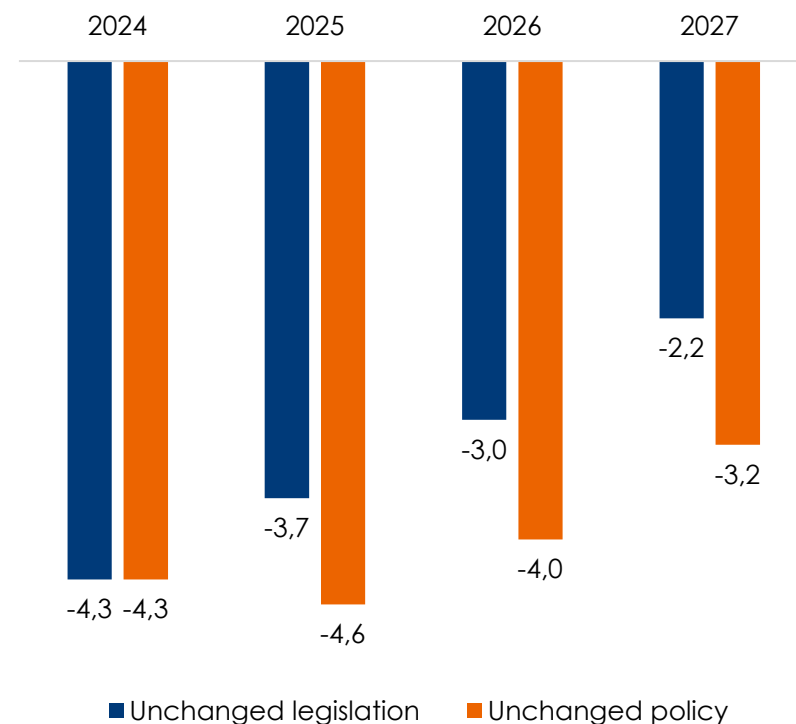
# La sfida principale sarà rifinanziare i tagli fiscali in scadenza nel 2025

La sfida principale per la manovra 2025 sarà la necessità di trovare coperture per circa 20 miliardi...



Nota: milioni di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

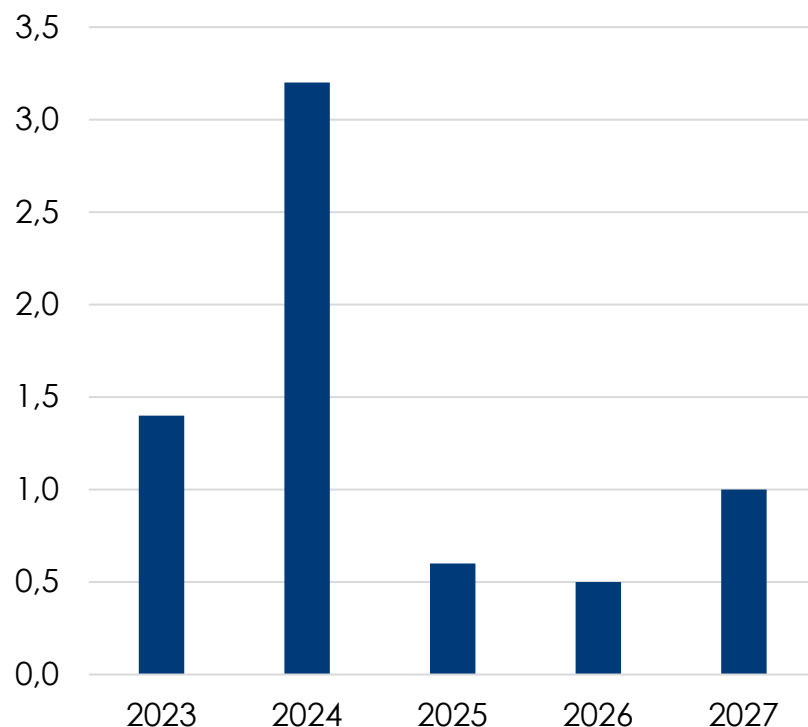
...in assenza delle quali, secondo le stime del governo, l'indebitamento netto aumenterà l'anno prossimo e rimarrà elevato nel 2026-27



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

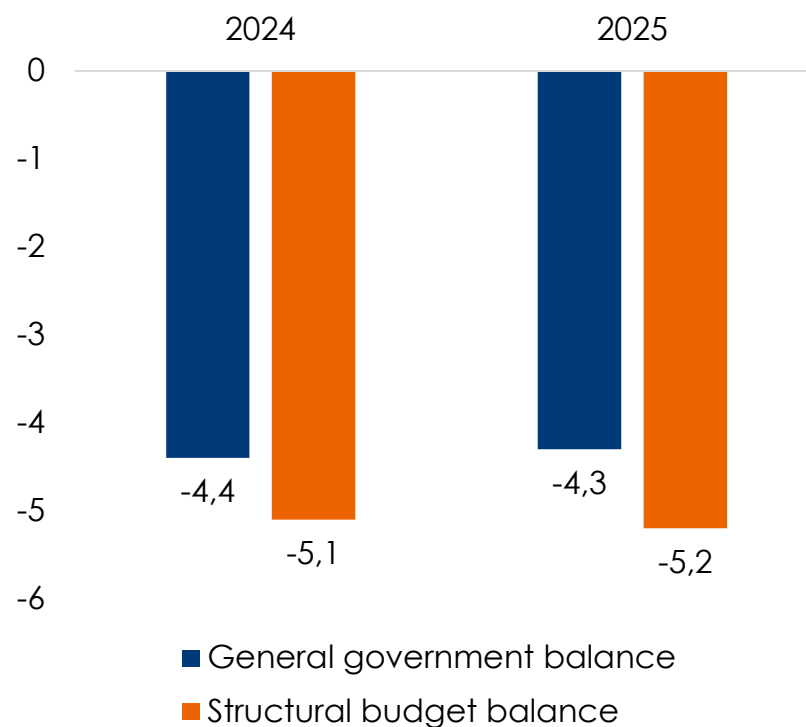
# L'aggiustamento fiscale potrebbe essere conforme alle nuove regole UE

L'aggiustamento strutturale presentato dal governo è conforme alle nuove regole fiscali UE (+0,5% all'anno)...



Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

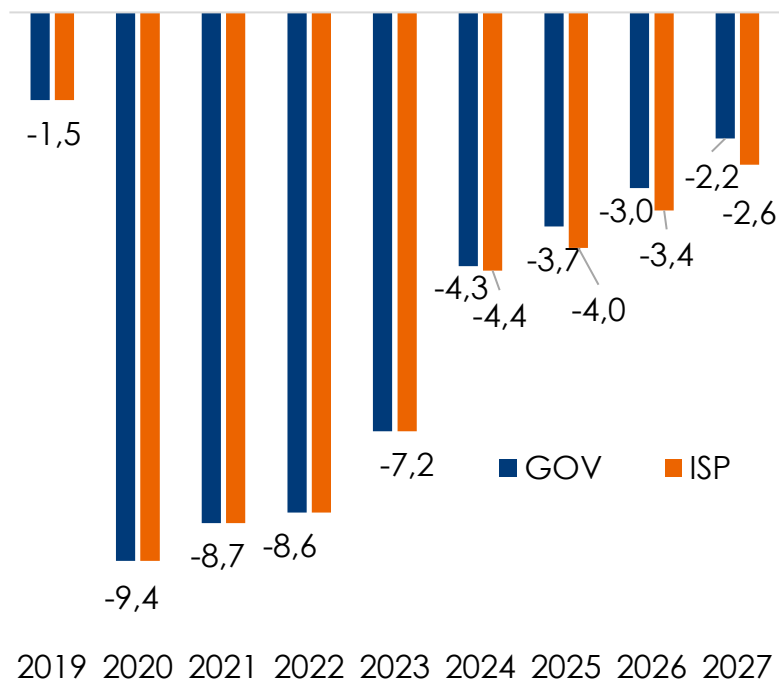
...ma le stime della Commissione che saranno presentate a maggio saranno a politiche invariate



Fonte: Commissione Europea, Previsioni di autunno 2023

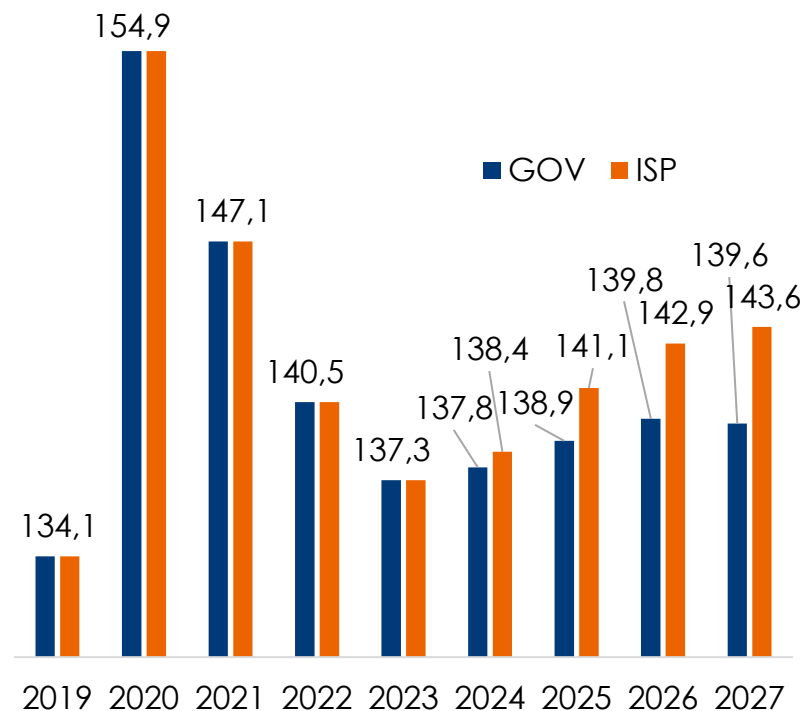
# Siamo più cauti del governo, soprattutto per quanto riguarda il debito

Deficit/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale governativo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

Debito/PIL: previsioni Intesa Sanpaolo e quadro tendenziale governativo



Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, DEF 2024

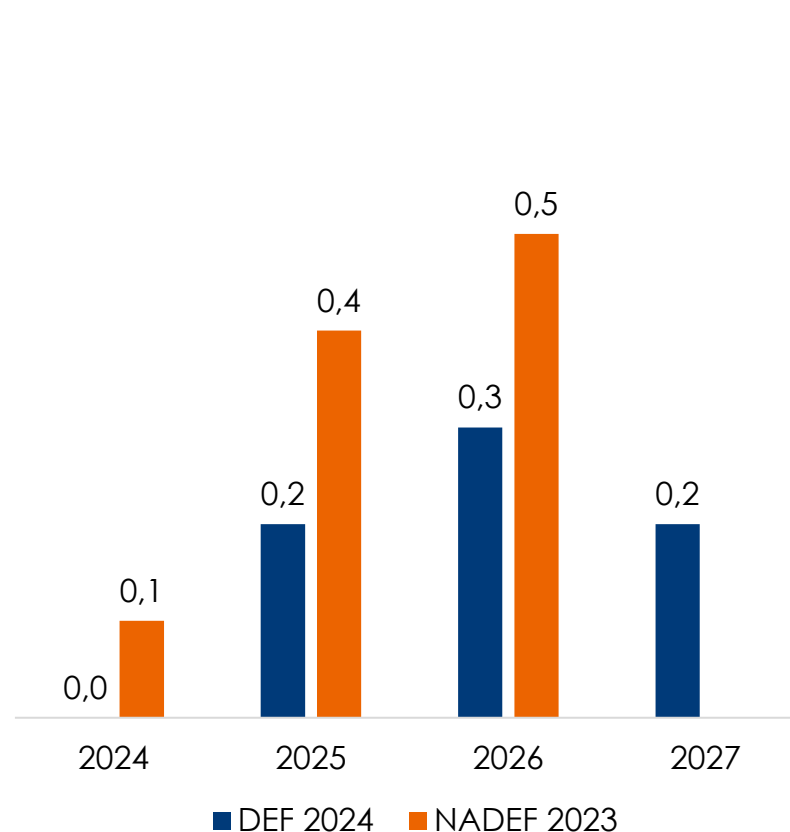
# Più crediti d'imposta da utilizzare + Meno privatizzazioni = Più debito nei prossimi anni

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

	EUR bn	% of 2023 GDP
Ecobonus and Sismabonus	160.3	7.7
Other building bonuses	59.2	2.8
Total building bonuses	219.5	10.5
(net of cancellations)	203.5	9.8
Previous estimate	176.0	8.4
(difference vs. previous estimate)	43.5	2.1
Unused credits to date	177.0	8.5
(Ecobonus from ENEA data to March 2023)	122.2	5.9

Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

## Entrate dalla vendita di asset (% PIL): Obiettivi del governo

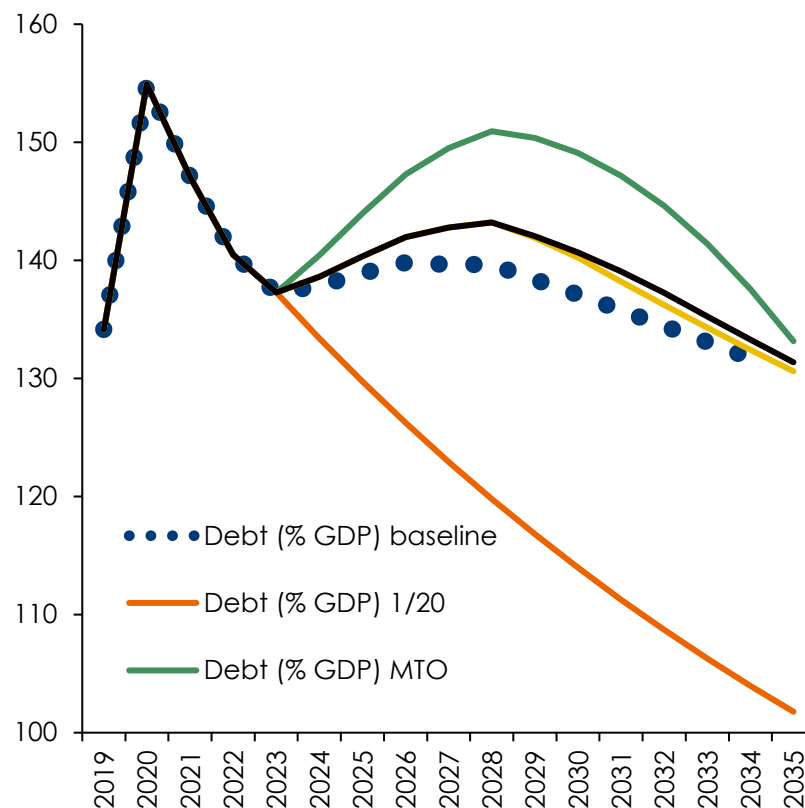


Fonte: Intesa Sanpaolo, DEF 2024

# Come influisce la riforma del Patto di stabilità e crescita sulle prospettive dei conti pubblici?

- **Braccio correttivo invariato**  
(correzione richiesta di almeno lo 0,5% in termini strutturali in EDP).
- **Braccio preventivo:** 1) "traiettoria tecnica" della spesa primaria netta che persegue, su un **orizzonte di 4-7 anni, una riduzione del debito di una media dell'1% all'anno** per i Paesi con debito > 90% del PIL; 2) **correzione minima del deficit strutturale dello 0,4% del PIL all'anno (in 4 anni) o dello 0,25% (in 7 anni), fino a raggiungere un deficit strutturale dell'1,5%.**
- La correzione a 4 anni è estesa a 7 anni con **investimenti e riforme.**
- **Fase di transizione 2025-27:** investimenti aggiuntivi per la difesa e spesa per interessi esclusi dal deficit.

**Debito pubblico italiano (% PIL) con diverse regole di bilancio**

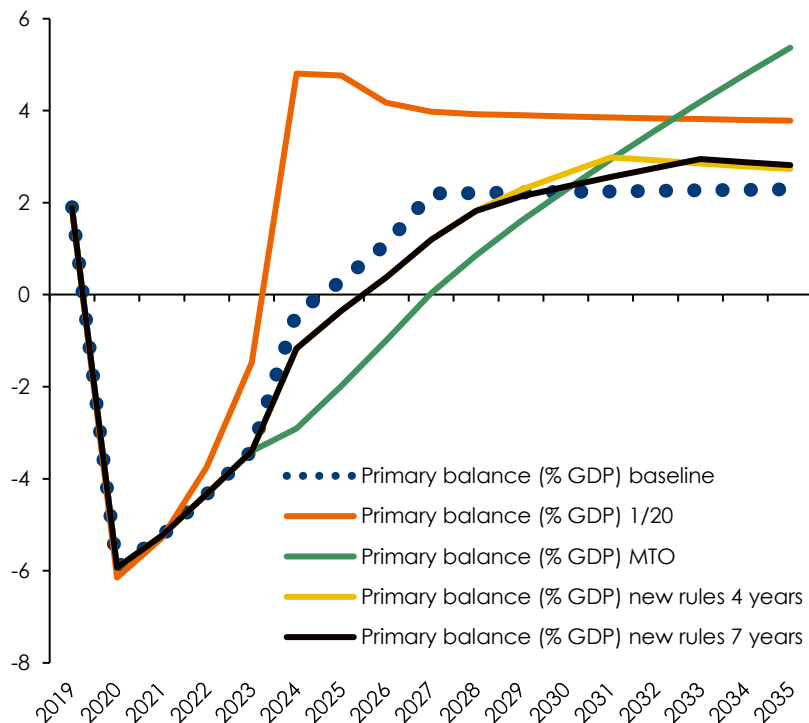


Nota: lo scenario di riferimento è il DEF 2024 con politiche invariate. Fonte: Intesa Sanpaolo

# Maggiore flessibilità rispetto al passato, ma dal 2027 sarà necessario un certo grado di restrizione fiscale

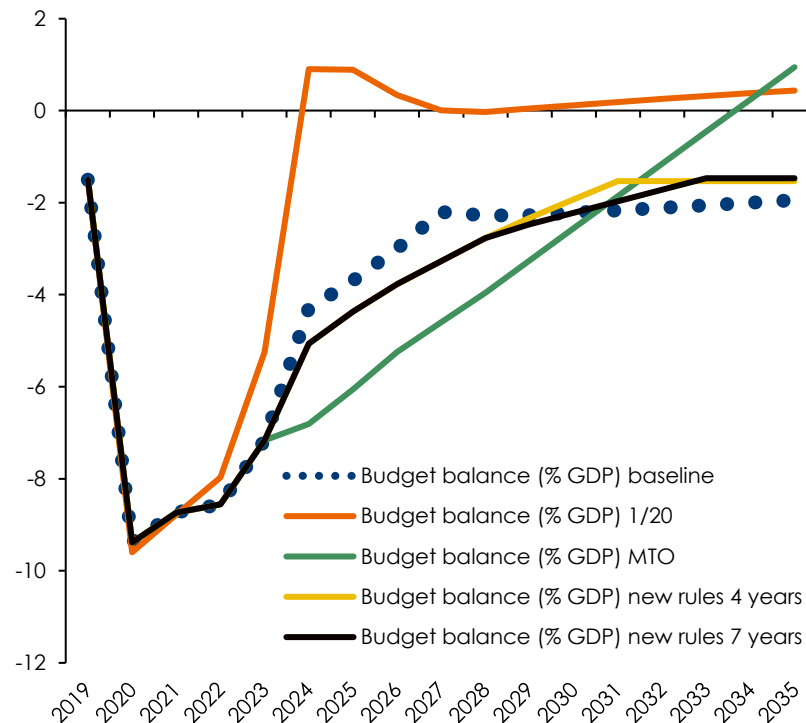
L'aggiustamento fiscale richiesto sarebbe **moderatamente meno restrittivo rispetto alle norme precedenti**, nell'ipotesi di un pieno rispetto in entrambi i casi

## Saldo primario (% PIL) con diverse regole di bilancio



Nota: lo scenario di riferimento è il DEF 2024 con politiche invariate. Fonte: Intesa Sanpaolo

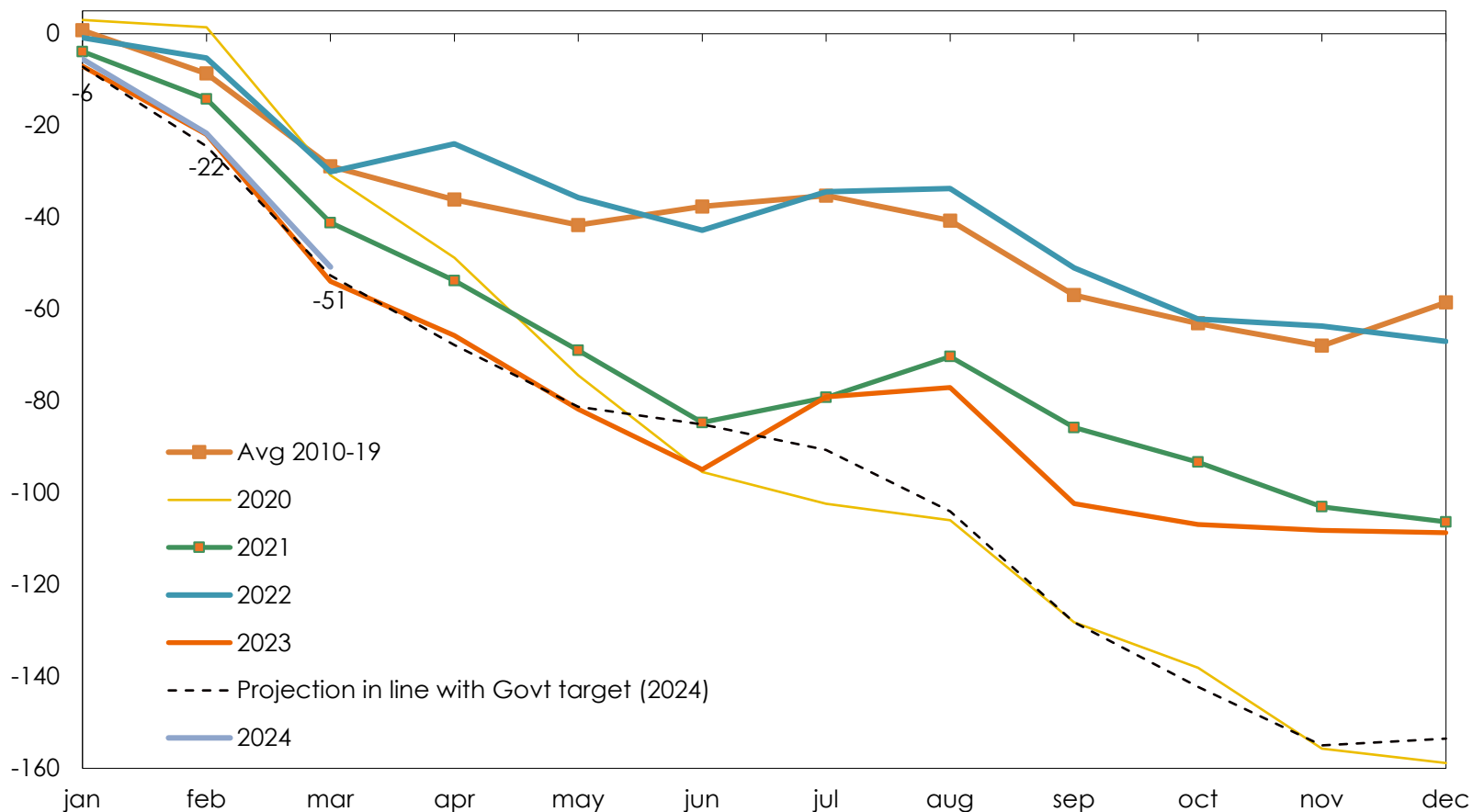
## Saldo di bilancio (% PIL) con diverse regole di bilancio



Nota: lo scenario di riferimento è il DEF 2024 con politiche invariate. Fonte: Intesa Sanpaolo

# Il fabbisogno di cassa è in linea con l'obiettivo del governo per il 2024

## Fabbisogno del settore statale (miliardi di euro)



Fonte: Intesa Sanpaolo, MEF



## 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 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 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.

### Report preparato da:

Paolo Mameli (Head of Macroeconomic Research), con contributi di: Andrea Volpi (Macroeconomic Research), Luca Mezzomo (Head of Macroeconomic Analysis)