

Macro Rapid Response

Italia - Verso la manovra: a caccia di risorse

Secondo fonti di stampa, il piano fiscale di medio termine da presentare alla Ue potrebbe approdare in Consiglio dei Ministri il prossimo 10 settembre. Il Governo punterebbe non solo a confermare le "politiche invariate", ma anche a nuovi interventi espansivi, che porterebbero l'entità della manovra lorda ad almeno 25 miliardi (con rischi al rialzo, a nostro avviso). Non sarà facile trovare le ingenti coperture richieste (13-18 miliardi, nelle nostre stime), a meno di accettare che il deficit 2025 salga sopra il 4% dal 3,7% tendenziale previsto ad aprile.

L'andamento del fabbisogno di cassa sinora non mostra nessun "tesoretto"

I dati sinora disponibili sul fabbisogno di cassa del settore statale mostrano, nei primi 7 mesi dell'anno, un **fabbisogno di 93 miliardi, in peggioramento rispetto ai 79,1 mld dello stesso periodo del 2023**. L'andamento pare circa in linea con le previsioni contenute nel DEF di aprile, che assumevano un fabbisogno per l'intero anno in corso di 153,6 mld, contro 114,8 miliardi nel 2023.

I dati aggiornati a giugno sulla formazione del saldo del settore statale mostrano, nei primi sei mesi dell'anno (al netto delle partite finanziarie), un aumento degli incassi di 15,6 mld (+6,6%), a fronte di un aumento dei pagamenti di 14,5 mld (+4,4%). In sintesi, **l'andamento del fabbisogno di cassa del settore statale non pare evidenziare**, per i primi sette mesi dell'anno, **uno scostamento significativo rispetto alle previsioni del DEF**, che vedevano un deficit di competenza nel 2024 pari al 4,3% del PIL.

La correzione richiesta nel 2025 secondo le nuove regole europee

Il nuovo quadro regolatorio UE richiede, per i Paesi - come l'Italia - sotto Procedura per Disavanzo Eccessivo, una **correzione minima del saldo strutturale di mezzo punto di PIL** all'anno. Tuttavia, il regime transitorio previsto sino al 2027 include la possibilità di sottrarre dalla correzione richiesta la maggiore spesa per interessi (è possibile che si tenga conto anche della spesa per la difesa e di quella per la transizione green e digitale). Ciò, per l'Italia, implicherebbe la **necessità di un miglioramento del saldo strutturale nel 2025 rispetto al 2024 pari allo 0,3-0,4% di PIL, nello scenario più benevolo**.

Il quadro a legislazione vigente presentato nel DEF di aprile assumeva la piena copertura delle **"politiche invariate" per 19,9 miliardi**: si tratta per circa 15 miliardi di tagli fiscali, ovvero della riduzione del cuneo contributivo e dell'accorpamento delle prime due aliquote Irpef per i redditi più bassi. Tale quadro vedeva un miglioramento del saldo strutturale nel 2025 rispetto al 2024 pari allo 0,6% del PIL.

A parità di altri fattori, se la correzione strutturale di +0,6% si riducesse a +0,3%, **le coperture da trovare per rinnovare i tagli fiscali e le altre misure in scadenza si ridurrebbero dallo 0,9% del PIL (19,9 mld) allo 0,6% del PIL (circa 13 miliardi)**.

C'è da aggiungere che:

- l'ammontare della correzione da fare l'anno prossimo rispetto a quest'anno, dipenderà dal consuntivo sul deficit 2024: **se il disavanzo strutturale 2024 dovesse essere peggiore del previsto per fattori transitori, l'ammontare di risorse da reperire nella manovra 2025 sarebbe minore rispetto al calcolo riportato sopra;**
- potrebbe venire in soccorso una revisione al rialzo della stima sul PIL 2025: **se la crescita attesa per l'anno prossimo dovesse essere rivista all'1,5% dall'1,2% del DEF di aprile**, ne deriverebbe un miglioramento del saldo pari a circa lo 0,15% del PIL ovvero quasi 3 miliardi: di

29 agosto 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista - Italia

conseguenza, **l'ammontare di risorse da trovare nella manovra di bilancio per l'anno prossimo si ridurrebbe ulteriormente, da 13 a circa 10 miliardi**. C'è da dire però che una crescita programmatica all'1,5% sarebbe "fuori consenso" (per l'anno prossimo, tra i principali previsori "ufficiali", la stima più ottimistica è quella dell'OCSE, che risale a maggio e si attesta appunto in linea con l'1,2% governativo di aprile).

Riassumendo:

- ipotizzando una conferma delle assunzioni macro contenute nel DEF e un deficit 2024 in linea con quanto indicato in quel documento, una compliance "minima" delle regole UE implicherebbe un **deficit 2025 attorno al 4% (dal 3,7% contenuto nel DEF): in questo caso, se la manovra consistesse in una mera conferma delle "politiche invariate" (20 miliardi), il Governo dovrebbe reperire coperture per circa 13 miliardi** (lo 0,6% del PIL);
- nelle stesse ipotesi su PIL 2024-25 e deficit 2024, **se la manovra lorda fosse più ampia, come assai probabile (si parla almeno di 25 miliardi** ovvero di 5 miliardi di nuove misure oltre al rinnovo delle "politiche invariate"), si configurerebbero due scenari:
 - **nel caso in cui le coperture restino attorno ai 13 miliardi come nel punto precedente, il deficit programmatico 2025 salirebbe attorno al 4,3% del PIL** (in tal caso, difficilmente si configurerebbe una compliance delle regole fiscali UE, a meno che il consuntivo sul deficit 2024 non sia peggiore di almeno tre decimi rispetto al previsto);
 - **nel caso in cui il Governo intenda contenere il deficit attorno al 4%** come nello scenario (virtuoso) precedente, **le risorse da trovare aumenterebbero da 13 a circa 18 miliardi** (lo 0,8% del PIL).

Quali sono le date chiave?

La data chiave è quella del **20 settembre**, entro la quale il Governo dovrà inviare alla Commissione UE il **nuovo piano fiscale strutturale** che individuerà il quadro programmatico di finanza pubblica per i prossimi anni. L'entità della correzione annua dipenderà dal fatto che l'aggiustamento richiesto sia su un orizzonte di 4 oppure di 7 anni. Secondo fonti di stampa, la Commissione avrebbe proposto una traiettoria "ordinaria" da 4 anni, ma il Governo intende controproporre un piano da 7 anni corredato da un programma di investimenti e riforme. **A nostro avviso, la "concessione" di una correzione su un orizzonte da 7 anni non è scontata**, visto che sono necessarie riforme e investimenti dettagliati che soddisfino le priorità UE e impattino sul potenziale di crescita, e che vadano ben oltre l'orizzonte del PNRR (2026). Tuttavia, assumiamo come scenario centrale proprio un piano basato su un aggiustamento "morbido" su un arco di 7 anni.

La **timeline** dovrebbe essere la seguente:

- domani, **30 agosto, è in programma un vertice tra i partiti di maggioranza** che potrebbe cominciare ad affrontare i nodi della manovra;
- secondo fonti di stampa, **il piano fiscale strutturale da proporre alla Ue potrebbe approdare in Consiglio dei Ministri il prossimo 10 settembre**;
- la **presentazione del piano al parlamento** (con parere dell'UPB) è attesa entro la scadenza fissata dalla Ue ovvero **entro il 20 settembre**;
- successivamente, la **manovra di bilancio** che dettaglierà gli interventi coerenti con gli obiettivi individuati nel piano dovrà poi essere presentata, come al solito, **entro metà ottobre** (per essere approvata dal parlamento entro fine anno).

Cosa attendersi dalla prossima manovra di bilancio?

Nelle ultime settimane, hanno cominciato ad emergere alcuni dettagli sull'entità e sul merito degli interventi contenuti nella prossima manovra di bilancio, anche se tali notizie sono da intendere come indiscrezioni, suscettibili di variazioni nei prossimi giorni/settimane.

Secondo la maggior parte delle indiscrezioni di stampa, il Governo punta non solo a confermare le "politiche invariate", ma anche a **nuovi interventi espansivi, che porterebbero l'entità della manovra lorda ad almeno 25 miliardi** (con rischi al rialzo, a nostro avviso):

- il principale dovrebbe essere un **"secondo modulo" della riforma fiscale**: l'obiettivo sarebbe quello di abbassare dal 35% al 33% l'aliquota centrale dell'Irpef e di innalzare da 50 mila fino a 60 mila euro il limite di reddito del secondo scaglione (oltre il quale scatta l'aliquota massima del 43%). Il costo di questa misura sarebbe di 4 miliardi;
- si parla anche di **nuove misure in tema di pensioni** (più flessibilità per il pensionamento anticipato, come suggerisce la Lega, o un innalzamento delle pensioni minime, come vorrebbe Forza Italia);
- sono possibili anche nuovi interventi a sostegno delle **famiglie** e del tasso di fertilità;
- sempre caldo, infine, è il tema delle risorse da destinare alla **sanità**.

Sul fronte delle **coperture**: permane un grado di incertezza relativamente elevato:

- innanzitutto, occorre dire che la copertura di una parte delle "politiche invariate" (l'accorpamento delle prime due aliquote Irpef, che di per sé ha un costo annuo di poco superiore ai 4 miliardi) viene dal **fondo per la riduzione della pressione fiscale** che è alimentato dalle risorse dei crediti d'imposta aboliti dell'ACE, dal gettito della global minimum tax e dall'accertamento: tale dote vale ad oggi 3,8 miliardi, ma potrebbe aumentare a seguito delle gare del lotto e del gioco on line, che dovrebbero portare a incassi per 1,4 miliardi nel prossimo biennio; tuttavia, secondo l'UPB, le "politiche invariate" anche al netto di tale fattore valgono 18,2 miliardi¹;
- tra le possibili coperture, si parla di una **spending review** (taglio alle spese dei ministeri) da ben 2,5 miliardi (obiettivo ambizioso, a nostro avviso);
- non è da escludere anche una rimodulazione delle **"tax expenditures"** (gettito stimato: non più di 1 miliardo);
- sono possibili anche nuove forme di **sanatorie fiscali** (ad esempio di "rottamazione" delle cartelle), ma difficilmente queste misure (che si aggiungono a quelle in corso, come il concordato preventivo biennale) potranno fruttare più di 1-2 miliardi. Inoltre, la correzione richiesta in base alle regole fiscali UE fa riferimento al saldo strutturale, dunque coperture temporanee non impatterebbero sull'aggiustamento richiesto.

In sintesi, permane **ampia incertezza** su come il Governo intenda reperire i 13-18 miliardi necessari per la manovra 2025: **non sarà facile mantenere un deficit programmatico 2025 non superiore al 4% del PIL**.

¹ La cifra comprende l'esonero parziale dei contributi previdenziali a carico dei lavoratori dipendenti, le misure di sostegno agli investimenti nella ZES del Mezzogiorno e il rifinanziamento della "Nuova Sabatini", il rifinanziamento delle missioni internazionali, la detassazione del welfare aziendale e dei premi di produttività, gli interventi di sostegno agli indigenti, la riduzione del canone RAI, l'azzeramento dei contributi previdenziali a carico di lavoratrici a tempo indeterminato con due figli fino a 10 anni. Tuttavia, l'UPB nota che "aggiungendo ai 18,2 miliardi ... anche altre spese solitamente inserite nelle politiche invariate, quali gli oneri per il prossimo triennio contrattuale dei dipendenti pubblici (2025-27) e il rifinanziamento di alcuni fondi, inclusi alcuni destinati agli investimenti, l'impatto complessivo sull'indebitamento netto potrebbe superare quello indicato nel DEF"

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 – in accordo con 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 società del loro 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>.

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 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@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com