

Macro Rapid Response

DPB Italia: manovra lorda più ampia del previsto, pochi dettagli sulle coperture

16 ottobre 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Paolo Mameli
Economista - Italia

La manovra lorda prospettata nel Documento Programmatico di Bilancio 2025 vale quasi 30 miliardi (più di quanto atteso alla vigilia), con impatto sull'indebitamento netto confermato a circa 9 miliardi. Da un lato, è positivo che i tagli fiscali siano stati rifinanziati non solo per il 2025 ma anche per gli anni successivi (a differenza di quanto avvenuto l'anno scorso). Dall'altro, si attendono maggiori informazioni sulle coperture (circa un terzo delle quali non è dettagliato nel DPB), e sulla loro natura "strutturale" o meno.

Le principali novità emerse dal [Documento Programmatico di Bilancio](#) approvato ieri dal Governo sono le seguenti:

- **la manovra lorda è più ampia di quanto atteso alla vigilia e vale, secondo quanto indicato dal governo nel comunicato stampa successivo alla riunione del Consiglio dei Ministri, 30 miliardi nel 2025**, più di 35 miliardi nel 2026 e oltre 40 miliardi nel 2027;
- **la manovra netta è espansiva per lo 0,4% del PIL nel 2025** (come già indicato nel [Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine](#)): in altri termini, la parte finanziata in deficit è pari a circa 9 miliardi; l'impatto sull'indebitamento netto sale allo 0,7% del PIL nel 2026 (oltre 14 mld) e all'1,1% del PIL nel 2027 (quasi 24 miliardi);
- la stima dei proventi da **privatizzazioni**, che nel DEF dello scorso aprile il Governo quantificava nello 0,4% del PIL nel 2025, è ridotta allo 0,1% del PIL (come nel 2024), ovvero **circa 2 miliardi**;
- il DPB fornisce un **aggiornamento circa la ripartizione temporale della spesa effettiva finanziata dal PNRR**: il governo stima ora che la spesa quest'anno sia meno della metà di quella attesa in precedenza (20 miliardi contro gli oltre 40 programmati), e prevede una accelerazione a 45 miliardi l'anno prossimo, il che implica che il residuo da spendere nel 2026 (in caso di piena implementazione del programma) sia pari a ben 87 miliardi.

Nel complesso, **la manovra per il 2025** si configura nella forma seguente:

- gli **interventi** valgono nel loro insieme quasi 30 miliardi:
 - la principale misura espansiva è la **proroga a regime sia della riduzione da quattro a tre degli scaglioni Irpef, sia del taglio del cuneo contributivo**: al netto del riordino delle tax expenditures (che terrà conto del numero dei familiari a carico nel computo delle detrazioni), tale misura vale più della metà della manovra ovvero oltre 17 miliardi;
 - sono previsti interventi di **sostegno a imprese e lavoro** per 3 miliardi l'anno prossimo, che consistono nel seguente pacchetto: rifinanziamento della "Nuova Sabatini"; proroga al 2025 del credito d'imposta per investimenti nella Zona Economica Speciale (ZES) per il Mezzogiorno; proroga dell'esonero contributivo a favore dei giovani fino a 35 anni di età e delle lavoratrici svantaggiate; estensione delle misure di esonero contributivo per incentivare lo sviluppo occupazionale della ZES e delle imprese avviate da giovani; misure fiscali per il welfare aziendale; conferma anche per il triennio 2025-2027 della tassazione agevolata al 5% dei premi di produttività;
 - il pacchetto **"sicurezza, emergenze e protezione civile"** vale circa 2 mld l'anno, e include il rifinanziamento delle missioni di pace e delle operazioni Strade e Stazioni sicure, l'incremento del Fondo per le emergenze nazionali e l'istituzione di un Fondo per gli interventi di ricostruzione;
 - le **politiche per la famiglia e la spesa sociale** ammontano a poco meno di 2 mld: misure per il sostegno degli indigenti e per gli acquisti di beni di prima necessità; Carta «Dedicata a te»; stanziamento di risorse a favore dei nuovi nati; potenziamento dei congedi

parentali; incremento delle risorse a favore del bonus asilo nido; rifinanziamento del Fondo di garanzia per la prima casa e del Fondo per le non autosufficienze;

- ☐ maggiori **investimenti pubblici** per 1 mld nel 2024, quasi 2 mld nel 2025-26 e 4,5 mld nel 2027 (attraverso rifinanziamento dei fondi per gli investimenti pubblici e maggiori risorse per la difesa e lo sviluppo e la coesione);
- ☐ gli interventi sulla **sanità** valgono meno di 1 mld sul 2025 ma circa 4,5 mld nel 2026-27 (risorse a favore del personale sanitario e incremento del livello di finanziamento del Fondo sanitario nazionale);
- ☐ **rinnovo dei contratti del pubblico impiego**, con un costo crescente da meno di 1 mld nel 2025 sino a oltre 2 mld nel 2027;
- ☐ in tema di **pensioni**: proroga per il 2025 degli interventi di flessibilità quali Ape sociale, Opzione donna e Quota 103 e in materia di pensioni minime; misure per favorire la permanenza al lavoro al raggiungimento dei requisiti di età per la pensione (gli interventi nel complesso costano meno di 1 mld l'anno);

■ le **coperture** ammontano a quasi 21 miliardi:

- ☐ la maggiore copertura (circa 5 miliardi in media all'anno nel prossimo triennio) deriva dall'**utilizzo dei fondi stanziati per l'attuazione della delega fiscale**;
- ☐ misure di **revisione dell'imposizione fiscale a carico delle banche** e dei prodotti assicurativi, nonché in materia di **concessioni sui giochi**, che nel complesso valgono quasi 4 mld per l'anno prossimo, ma il cui peso si riduce a 2 mld nel 2026 e si azzerà nel 2027;
- ☐ **riduzioni alla spesa dei Ministeri per circa 4 miliardi l'anno** (si parla di tagli "lineari" del 5% per ogni ministero, con l'esclusione della sanità);
- ☐ contributo dagli **enti locali** per meno di 1 mld nel 2025, che sale a 2 miliardi l'anno nel biennio successivo;
- ☐ infine, non meglio precisate "**altre coperture**" sia dal lato delle entrate che delle spese, che valgono nell'insieme ben 7 miliardi l'anno.

Nel complesso, da un lato il governo ha tenuto fede agli impegni presi nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine, che implicavano un target di deficit per l'anno prossimo al 3,3% del PIL, ben inferiore al 3,7% previsto ad aprile: l'ampliamento della manovra lorda rispetto alle attese della vigilia (da 25 a 30 miliardi) si è accompagnato anche a una estensione delle coperture (giunte a 21 miliardi), il che conferma l'impegno alla **disciplina fiscale** da parte dell'esecutivo. Inoltre, è assai positivo che **gli sgravi fiscali siano stati resi strutturali** ovvero rifinanziati non solo per l'anno successivo (come accadde lo scorso anno) ma anche "a regime". D'altro canto, le **criticità** sono le seguenti:

- permane una certa **vaghezza dal lato delle coperture**, visto che ben 7 miliardi per il 2024 figurano sotto la voce "altre spese/coperture" nella tabella riassuntiva del DPB; è possibile che, almeno per la parte relativa alle entrate (3 mld), si tratti di incrementi di accise, ma non sono disponibili maggiori dettagli al momento in cui scriviamo;
- allo stato attuale non è chiaro quali siano i rischi di implementazione sui **tagli alla spesa dei ministeri**, che peraltro si sommano a quelli già disposti negli anni scorsi; inoltre, la logica dei "tagli lineari" non si è dimostrata in passato efficace nel ridurre le inefficienze della PA;
- **alcune delle coperture** proposte (ad esempio, la revisione dell'imposizione fiscale su banche e assicurazioni) **sembrano avere natura temporanea e non strutturale** (e dunque, non sembrerebbero contribuire alla riduzione del saldo strutturale per mezzo punto di PIL richiesta dall'ottemperanza alle regole fiscali UE);
- **la revisione al ribasso del target sulle privatizzazioni per il 2025** conferma la difficoltà di centrare gli ambiziosi obiettivi enunciati in merito a partire dalla NADEF 2023 (un punto di PIL nel triennio 2024-26);

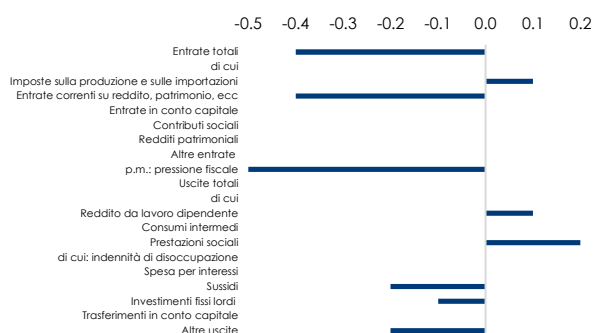
- l'aggiornamento della ripartizione temporale della spesa finanziata da sovvenzioni e prestiti RRF mostra che **il governo si attende una accelerazione assai significativa nell'ultimo anno dell'orizzonte ufficiale del piano** (quasi 90 miliardi dovrebbero essere spesi nel 2026), il che solleva dei dubbi sulla realizzabilità di un flusso di spesa così elevato; poiché il governo fa dipendere proprio dall'implementazione del PNRR il grosso della crescita del PIL attesa nel 2025-26, ciò lascia intuire che una incompleta realizzazione del piano avrebbe delle implicazioni rilevanti anche sul ciclo economico e dunque sui saldi di finanza pubblica; inoltre, l'impatto negativo sul PIL derivante dal venir meno degli investimenti del PNRR nel 2027 non sembra adeguatamente riflesso nelle previsioni sulla crescita del PIL di quell'anno;
- anche la stima governativa del **moltiplicatore fiscale implicito** negli effetti della manovra pare elevata (circa 0,75, visto che una manovra pari allo 0,4% del PIL produce un effetto sulla crescita del PIL 2025 pari a tre decimi, derivante dalla differenza tra PIL programmatico, all'1,2%, e PIL tendenziale, allo 0,9%), specie per un'a manovra che consiste principalmente nel rinnovo di misure già esistenti (e che dunque potrebbe avere un moltiplicatore inferiore, e non superiore, a 0,5).

Misure discrezionali incluse nel Documento Programmatico di Bilancio (impatto cumulato sull'indebitamento netto della PA, miliardi)

INTERVENTI (NETTI)	2024	2025	2026	2027
Proroga riforma Irpef e altre misure di riduzione del carico fiscale sul lavoro	0.0	17.4	17.2	16.7
Rinnovo contratti Stato	0.0	0.7	1.5	2.4
Sicurezza, emergenze e protezione civile	0.0	2.2	1.8	1.7
Politiche per la famiglia e spesa sociale	0.0	1.8	1.6	1.9
Sanità	0.0	0.9	4.4	4.5
Pensioni	0.0	0.5	0.9	0.6
Sostegno alle imprese	0.0	3.0	1.9	2.9
Investimenti pubblici	1.0	1.7	1.9	4.5
Enti territoriali	0.1	0.6	0.5	2.2
Altre entrate/interventi	0.0	0.0	0.1	0.4
Altre spese/interventi	0.2	0.9	2.0	4.1
TOTALE INTERVENTI NETTI (A)	1.4	29.7	33.8	41.8
COPERTURE (NETTE)	2024	2025	2026	2027
Revisione spesa Ministeri	1.1	3.6	4.4	3.4
Contributo enti territoriali	0.0	0.8	1.9	2.3
Utilizzo risorse preordinate all'attuazione di misure fiscali	0.0	5.6	4.7	4.8
Misure a carico di banche e assicurazioni e in materia di concessioni	0.0	3.8	2.1	-0.2
Altre entrate/coperture	0.0	3.2	3.0	3.8
Altre spese/coperture	0.3	3.8	3.5	4.0
TOTALE COPERTURE NETTE (B)	1.4	20.8	19.6	18.2
IMPATTO SU INDEBITAMENTO NETTO (B-A)	0.0	-8.9	-14.2	-23.7

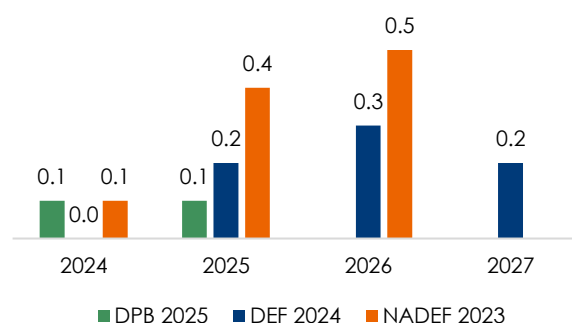
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2025

Effetti della manovra di bilancio 2025 sulle principali voci di entrate e uscite (in % del PIL)



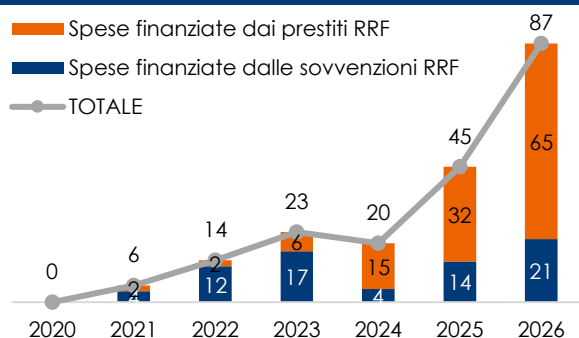
Nota: differenze tra quadro programmatico e quadro a legislazione vigente.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2025

Il governo ha ulteriormente rivisto al ribasso la stima sui proventi da privatizzazioni l'anno prossimo



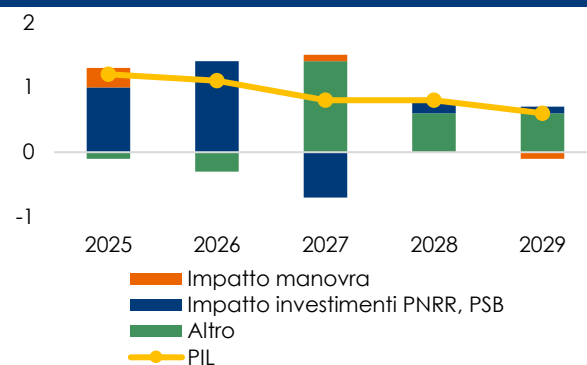
Nota: % del PIL; il DPB 2025 non fornisce una stima per gli anni successivi al 2025. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2025, DEF 2024, NADEF 2023

Nuova stima governativa della spesa finanziata da prestiti e sovvenzioni RRF (miliardi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2025

La crescita del PIL attesa dal governo dipende in buona parte dal PNRR nel 2025-26, ma non risente del venir meno del piano nel 2027



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su DPB 2025 e PSB 2025-29

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