Macro Rapid Response

Previsioni di autunno della Commissione Europea

La Commissione Europea ha pubblicato le Previsioni Economiche d'Autunno con il consueto aggiornamento delle proiezioni di finanza pubblica, che rappresenterà la base per la valutazione dei Piani Fiscali Strutturali di Medio Termine e dei Documenti Programmatici di Bilancio dei Paesi membri. Per quanto riguarda l'Italia le stime di Bruxelles sono leggermente meno ottimistiche rispetto a quelle governative ma non mettono a rischio la tendenza in discesa del disavanzo, atteso tornare sotto il 3% del PIL nel 2026. Non vediamo particolari criticità sul 2025 mentre le stime sugli aggiustamenti strutturali nel 2026 sono inferiori rispetto a quelle del governo. Tuttavia, considerando anche le proiezioni sul sentiero di spesa netta, non crediamo queste differenze siano tali da mettere a rischio l'approvazione del piano fiscale italiano.

15 novembre 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Rispetto al documento di maggio **la Commissione non ha operato revisioni significative alle stime di crescita**: è stata lasciata invariata allo 0,8% quella per il 2024 (in linea con le previsioni nostre e di consenso) e limata di un decimo all'1,3% quella sul 2025 (ancora superiore rispetto al consenso e alle nostre stesse proiezioni, ferme all'1%). Per il 2026 la Commissione si attende un'accelerazione della crescita del PIL all'1,6%. In sostanza le previsioni si basano su uno scenario di ripartenza dei consumi nei prossimi trimestri, sulla scorta della ripresa del potere d'acquisto delle famiglie, e di rimbalzo degli investimenti dopo la contrazione di quest'anno, grazie a condizioni finanziarie meno restrittive. Anche la spesa dei fondi NGEU dovrebbe contribuire a sostenere il ciclo. L'apporto della domanda estera dovrebbe riprendere spinta l'anno prossimo.

La Commissione non assume nelle proprie ipotesi di base nuove tensioni commerciali, ma analizza, in un box dedicato del documento, i **possibili impatti di uno shock di incertezza di politica economica** sull'attività (abbiamo già argomentato come il primo canale di trasferimento della minaccia di nuovi dazi all'economia reale sarebbe attraverso la fiducia di consumatori e imprese). L'effetto sarebbe più forte sugli investimenti, e **potrebbe erodere tra tre e quattro decimi alla crescita del PIL entro un anno** (una stima circa in linea con la letteratura precedente).

Tra le principali economie europee, nel 2025 Bruxelles vede una sovraperformance relativa di Spagna (2,3%) **e Italia** (1%) **rispetto a Germania** (0,7%) **e Francia** (0,8%). Sul 2026 la Commissione ipotizza un sostanziale ritorno a trend, con la Spagna ancora in testa (2,1%), seguita da Francia (1,4%), Germania (1,3%) e Italia (1,2%).

Secondo la Commissione Europea, **nel 2025 la stance di politica fiscale nel complesso dell'Eurozona risulterà lievemente restrittiva** in quanto l'avvio dell'applicazione del nuovo Patto di Stabilità e Crescita verrà solo in parte compensato dall'accelerazione della spesa dei fondi NGEU. Dovremmo però attenderci un certo grado di **eterogeneità tra paesi**: se in **Italia l'implementazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza è attesa compensare quasi interamente gli effetti restrittivi della politica fiscale domestica**, **la restrizione in Francia sarebbe al contrario di entità considerevole**. Rispetto alle stime primaverili la Commissione ha infatti tagliato la previsione sul PIL francese nel 2025 a 0,8% (la nostra previsione è 0,7%) da un precedente 1,3% e la stima sul disavanzo pubblico nel 2025 è ora in linea con la nostra (-5,3% del PIL). Al contrario il deficit francese dovrebbe risalire nel 2026, al -5,4% del PIL, per via del venire meno delle misure straordinarie di tassazione previste per il prossimo anno. In sostanza, **l'aggiustamento fiscale francese non si configura come di carattere strutturale ma continua a presentare rischi importanti**.

Per quanto riguarda l'**Italia**, **la Commissione Europea vede una crescita inferiore alle stime governative** nel 2024 (0,7% vs 1%) e 2025 (1% vs 1,2%), e lievemente superiore nel 2026 (1,2% vs 1,1%). Sottolineiamo comunque come le proiezioni sull'anno in corso e sul prossimo risentano in

misura significativa dell'effetto trascinamento sfavorevole dovuto all'inattesa stagnazione registrata nel 3° trimestre di quest'anno, a fronte di un **profilo di crescita trimestrale ancora favorevole** (0,3% t/t nel 4° trimestre del 2024 e 0,3-0,4% t/t nel 2025). Al contrario le proiezioni sul deflatore del PIL si configurano come in media di due-tre decimi inferiori a quelle governative. Sul fronte dei saldi di finanza pubblica **la Commissione si aspetta che l'indebitamento netto si attesti al -3,8% del PIL nel 2024** (in linea con quanto stima il governo) **prima di scendere al -3,4% del PIL nel 2025 e al -2,9% nel 2026**. Le stime per il 2025 e il 2026 sono superiori di un decimo rispetto a quanto contenuto nei programmi del governo italiano ma non mettono in dubbio la tendenza discendente del deficit, confermando le attese di ritorno al di sotto della soglia del 3% nei prossimi anni. Inoltre, sono decisamente migliori rispetto a quanto atteso nelle proiezioni di aprile (-4,4% nel 2024 e -4,7% nel 2025).

Il debito pubblico dovrebbe invece salire al 136,6% del PIL nel 2024, al 138,2% nel 2025 e al 139,3% nel 2026. Per quanto tali stime siano più pessimistiche rispetto a quelle governative, questi incrementi non sono sorprendenti in quanto era noto che l'effetto ritardato dei bonus edilizi sui flussi di cassa avrebbe impedito al debito di tornare a calare prima del 2027.

Per quanto riguarda il 2025 le proiezioni della Commissione non sembrano sollevare particolari problematiche circa gli obiettivi di bilancio del governo italiano. Ci sono al contrario delle **differenze tra la Commissione e i programmi del governo per quanto riguarda il 2026**, in merito sia al miglioramento del **saldo strutturale** (0,2pp per la Commissione vs 0,5pp per il governo) che del **saldo primario corretto per il ciclo** (0,4pp vs 0,6pp), che potrebbero risentire di una valutazione più cauta da parte del governo dell'output gap nel 2026 (0,8% vs 1% per la Commissione) a fronte di proiezioni sostanzialmente identiche per quanto riguarda il saldo primario. **Nel complesso però riteniamo che tali differenze non dovrebbero rappresentare delle criticità tanto significative da causare una netta bocciatura del piano fiscale italiano da parte della Commissione**. Le proiezioni sulla **spesa netta** (il benchmark di riferimento per valutare i piani di spesa di medio termine), pur presentando delle differenze, non sembrano configurare una completa violazione delle nuove regole fiscali: secondo la Commissione la spesa è attesa accelerare dall'1,3% nel 2025 all'1,9% nel 2026, a fronte di raccomandazioni per una crescita stabile all'1,6%. Tuttavia, a meno di ipotesi di sforamento del sentiero di spesa anche oltre il 2026, l'aumento cumulato netto nel 2025-26 non appare preoccupante.

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.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.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 agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com