

Macro Rapid Response

Germania: ripensando l'assetto fiscale

La proposta di CDU/CSU ed SPD per esentare la spesa militare dalla regola del debito e di implementare un fondo straordinario da 500 miliardi per la spesa infrastrutturale rappresenta una decisa svolta per la gestione delle finanze pubbliche tedesche. Ipotizzando una risalita della spesa militare verso il 3,5% del PIL ed il pieno utilizzo del fondo infrastrutturale l'impulso fiscale potrebbe avere un impatto sulla crescita annua quantificabile tra lo 0,5% e l'1% del PIL. Il deficit potrebbe superare il 3% del PIL con un aumento del debito pubblico fino a circa l'80% del PIL nel prossimo decennio.

In Germania CDU/CSU e SPD hanno raggiunto un accordo storico per aumentare significativamente la spesa militare e in infrastrutture nei prossimi anni. L'accordo, che per essere approvato richiederà la maggioranza dei 2/3 del parlamento, verrà votato la prossima settimana dal parlamento uscente (che decadrà il prossimo 25 marzo). Sarà quindi necessario anche il voto favorevole dei Verdi (o, meno probabilmente, dell'FDP). La proposta si declina su tre punti:

- 1) **Esenzione dalla regola del debito delle spese militari superiori all'1% del PIL** (quindi oltre 43 miliardi);
- 2) **Creazione di un fondo straordinario decennale da 500 miliardi per gli investimenti in infrastrutture** (quasi il 12% del PIL);
- 3) Gli **stati federali** non avranno più l'obbligo di raggiungere il pareggio di bilancio strutturale.
- 4) È inoltre prevista la formazione di una **commissione** per studiare eventuali modifiche alla regola del debito.

Nel caso in cui questa proposta venga approvata, **la maggiore spesa infrastrutturale è quantificabile a circa l'1% del PIL in media all'anno fino al 2034, mentre l'incremento delle spese per la difesa è potenzialmente illimitato.** Nel 2024 la spesa militare in Germania ha toccato il 2% del PIL (in crescita dall'1,6% del 2023), tuttavia l'aumento è dovuto anche al fondo straordinario da 100 miliardi varato nel 2022 in risposta alla guerra in Ucraina; nel budget 2025 sono state allocate spese per la difesa pari all'1,5% del PIL. **Ipotizzando che il governo tedesco voglia portare la spesa militare al 3,5% del PIL entro il 2034, gli investimenti aggiuntivi ammonterebbero a circa 80 miliardi all'anno.**

L'impulso fiscale aggiuntivo complessivo potrebbe essere quindi pari ad oltre due punti di PIL in media all'anno nei prossimi 10 anni. **L'impatto sulla crescita annua dovrebbe iniziare a manifestarsi nel 2026 in maniera non lineare, e potrebbe essere stimato tra lo 0,5% e l'1% del PIL, in un contesto in cui la crescita potenziale, secondo la Bundesbank, è al momento pari ad un modesto 0,4%.** La stima d'impatto è altamente dipendente dalle ipotesi sottostanti sui moltiplicatori fiscali, sull'efficienza della spesa infrastrutturale e sulle modalità con cui verrà incrementata la spesa militare. Un aumento degli investimenti in infrastrutture potrebbe trasferirsi infatti all'economia reale solo gradualmente, e potrebbe generare colli di bottiglia con un conseguente aumento delle pressioni inflattive. Si segnala inoltre come anche in passato i fondi allocati nel budget per investimenti non sono mai stati pienamente utilizzati, il che suggerisce rischi sull'effettiva implementazione. Inoltre, la spesa militare potrebbe non essere interamente domestica ma derivare prevalentemente da importazioni (nel breve termine almeno per il 50%), principalmente dagli Stati Uniti, traducendosi in un sostegno solo modesto al valore aggiunto.

Per quanto riguarda infine le implicazioni di finanza pubblica, la proposta varata appare compatibile con un **disavanzo pubblico in aumento fino a oltre il 3% del PIL e con una risalita del**

6 marzo 2025

Research Department

Macroeconomic Research

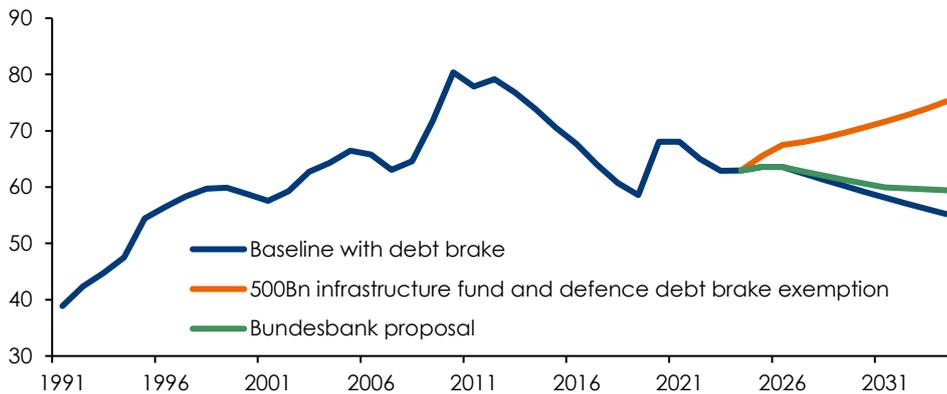
Andrea Volpi
Economista - Area euro

rapporto debito/PIL fino a circa l'80% nel prossimo decennio (dal 63% corrente). Nel nostro esercizio abbiamo considerato l'impatto positivo sulla crescita del PIL derivante dalla maggiore spesa pubblica, nonché il graduale aumento del costo medio del debito.

L'ipotesi di far votare una riforma così dirompente per la finanza pubblica tedesca ad un parlamento uscente solleva qualche dubbio sulla legittimità politica di questa scelta: le opposizioni potrebbero aprire delle **mozioni di fronte alla Corte costituzionale**, che però, secondo la maggior parte degli analisti politici, non dovrebbero essere accolte.

Come detto, l'accordo prevede la formazione di una commissione per studiare eventuali modifiche organiche alla regola del debito. Nei giorni scorsi, **la Bundesbank aveva pubblicato una proposta di riforma** che consiste in un aumento del limite dell'indebitamento strutturale all'1,4% dallo 0,35% corrente. La gran parte del maggiore indebitamento (lo 0,9% del PIL, circa 40 miliardi di euro ai prezzi del 2024) sarebbe però vincolata alla spesa per investimenti. Nel caso di un debito pubblico superiore al 60% (il caso attuale), sarebbe consentita solo la componente dedicata agli investimenti. Questa nuova regola sarebbe anche compatibile con la nuova governance del Patto di Stabilità e Crescita. Secondo le stime della stessa Bundesbank, l'applicazione di queste nuove regole nei prossimi cinque anni libererebbe, rispetto al mantenimento delle regole esistenti, risorse cumulate per quasi 100 miliardi di euro in uno scenario di debito superiore al 60% del PIL e per circa 220 miliardi di euro nel caso più favorevole.

Germania: debito pubblico (% PIL) con diverse regole di politica fiscale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

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 Profetico 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 LSEG 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)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com