

Macro Rapid Response

Il DFP conferma gli obiettivi sul deficit nonostante la minore crescita

10 aprile 2025

Il Documento di Finanza Pubblica approvato dal Governo italiano rivede sensibilmente al ribasso le stime di crescita del PIL ma conferma i precedenti obiettivi sul deficit. La scommessa è che la maggior parte dei fattori che hanno causato una sorpresa positiva l'anno scorso siano ancora validi quest'anno. L'incertezza sul percorso di crescita e di finanza pubblica è però nettamente aumentata, anche se principalmente per motivi esogeni.

Research Department

Il Governo ha approvato ieri il **Documento di Finanza Pubblica (DFP) 2025**, che presenta l'aggiornamento annuale delle stime di finanza pubblica contenute nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine (PSBMT) 2025-2029 approvato sei mesi fa. Le principali novità sono le seguenti:

Macroeconomic Research

- il nuovo quadro macroeconomico di riferimento contiene una **ampia revisione al ribasso delle stime sulla crescita del PIL**, da 1,2% a 0,6% per l'anno in corso e da 1,1% a 0,8% per l'anno prossimo; le proiezioni per il 2027 e per il 2028 sono confermate allo 0,8%;
- **nonostante questo, il profilo atteso del deficit è confermato in linea con gli obiettivi del PSBMT, al 3,3% del PIL per l'anno in corso**, al 2,8% per l'anno prossimo, al 2,6% nel 2027 e al 2,3% nel 2028;
- **il profilo del rapporto debito/PIL è stato limato lievemente al ribasso rispetto ai numeri contenuti nel PSBMT**, a 136,6% nel 2025 (tre decimi in meno della stima precedente), a 137,6% nel 2026 (due decimi in meno) e al 137,4% nel 2027 (un decimo in meno rispetto al PSBMT).

Paolo Mameli
Economista - Italia

Il nuovo quadro di finanza pubblica del Governo italiano

Quadro DFB 2025	2024	2025	2026	2027	2028
Tasso di crescita del PIL	0.7	0.6	0.8	0.8	0.8
Deficit (% PIL)	-3.4	-3.3	-2.8	-2.6	-2.3
Debito (% PIL)	135.3	136.6	137.6	137.4	136.4
Quadro programmatico PSBMT 2025-29	2024	2025	2026	2027	2028
Tasso di crescita del PIL	1.0	1.2	1.1	0.8	0.8
Deficit (% PIL)	-3.8	-3.3	-2.8	-2.6	-2.3
Debito (% PIL)	135.8	136.9	137.8	137.5	136.4

Fonte: Governo italiano

In sintesi, la conferma degli obiettivi sul deficit 2025 e 2026 nonostante l'ampia revisione al ribasso delle stime di crescita è dovuta all'**effetto di trascinamento positivo dal 2024, che aveva visto un disavanzo al 3,4% anziché al 3,8% come stimato lo scorso autunno**.

La scommessa è che i fattori che avevano causato la sorpresa positiva dello scorso anno siano per la maggior parte ancora validi quest'anno. In particolare, l'andamento positivo non è dovuto a un taglio delle spese ma al **buon andamento delle entrate**, che stanno mostrando una elasticità al PIL nominale più alta che in passato per via di tre fattori:

- **la crescita dell'occupazione** (più che nel resto dell'Eurozona), con il conseguente aumento del gettito delle imposte dirette e dei contributi sociali;
- **il cosiddetto fiscal drag** (scaglioni fiscali fissi in un contesto di aumento dei redditi nominali);
- **infine (ma, a nostro avviso, in minor misura), un miglioramento della compliance fiscale** (secondo l'Agenzia delle Entrate, il gettito recuperato dall'evasione fiscale ha raggiunto un livello record nel 2024, con un miglioramento del 2% rispetto al 2023).

La nuova stima governativa di crescita del PIL per l'anno in corso è in linea con le nostra: il nostro 0,7% corretto per i giorni lavorativi è coerente con lo 0,6% grezzo stimato dal governo (mentre, per il momento, siamo più ottimisti per quanto riguarda l'anno prossimo, nell'ipotesi di de-escalation della guerra commerciale).

L'incertezza però al momento regna sovrana: le ipotesi di crescita dipendono in misura cruciale dalle assunzioni relative al commercio internazionale. In tal senso, **il governo non ha esplicitato quali siano le sue ipotesi in merito alle politiche protezioniste dell'amministrazione americana, né in merito all'obiettivo di aumento della spesa della difesa, né relativamente alla riprogrammazione della spesa nell'ambito del PNRR.** Non è nemmeno chiaro se le nuove proiezioni includano nuovi interventi a supporto del ciclo (oppure se, come sembra, essi saranno finanziati utilizzando altre risorse: quelle inutilizzate del pacchetto "Transizione 5.0", ad esempio). Pertanto, diversi elementi di incertezza circondano le attuali stime di finanza pubblica, anche se è possibile che qualche dettaglio emerga con la pubblicazione del documento completo atteso nelle prossime ore.

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 Protective 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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com