

Focus Francia

Possibili scenari post-elettorali e implicazioni per la finanza pubblica

27 giugno 2024

Domenica 30 giugno si terrà il primo turno delle elezioni legislative: in base ai sondaggi, il rischio più probabile, almeno nel breve termine, è quello di ingovernabilità più che di immediata deriva populista. In ogni caso, il nuovo parlamento erediterà una situazione fiscale già problematica, che potrebbe essere esacerbata in caso di implementazione, anche parziale, dei programmi delle due coalizioni più forti secondo i sondaggi (*Rassemblement National* e *Nouveau Front Populaire*).

Research Department

- Ad oggi lo scenario che appare più probabile a seguito delle prossime elezioni del 30 giugno e 7 luglio in Francia non è quello di un governo a guida di *Rassemblement National (RN)*, ma piuttosto quello di mancanza di una maggioranza assoluta in parlamento, che potrebbe sfociare o in un governo di minoranza/tecnico/di ordinaria amministrazione, o in un'impasse politica con rischi sull'approvazione del budget 2025.
- I rischi al rialzo su deficit e debito, già non trascurabili nello scenario a legislazione vigente, aumenterebbero significativamente in caso di implementazione delle proposte elettorali di RN, e ancora più in caso di vittoria della coalizione di sinistra NFP: viceversa, lo scenario di ingovernabilità, specie in caso di mancata approvazione del budget e applicazione dell' "esercizio provvisorio", potrebbe rendere paradossalmente meno arduo il rispetto delle regole fiscali.
- Anche in caso di vittoria dei partiti più estremi, appare improbabile una piena implementazione dei programmi elettorali; in effetti, le esperienze storiche di partiti populistici al governo in altri paesi europei si sono tradotte (a meno di una svolta autoritaria, che appare poco realistica in un paese dalle radici democratiche consolidate come la Francia) in una significativa moderazione una volta vinte le elezioni.
- Tuttavia, uno scenario di formazione di un governo tecnico o di minoranza o di grande coalizione, che appare il più favorevole nel breve termine dal punto di vista sia della disciplina fiscale sia del rispetto delle regole europee, potrebbe tradursi in uno scenario negativo nel medio periodo: infatti, come insegna il caso italiano, questo tipo di evoluzione potrebbe non arrestare l'onda populista e anzi accrescere i consensi per le formazioni più estreme, di fatto solo rinviando il passaggio di testimone (nel caso della Francia, o a successive elezioni legislative nella seconda metà del 2025 o nel 2026, oppure alle elezioni presidenziali del 2027).

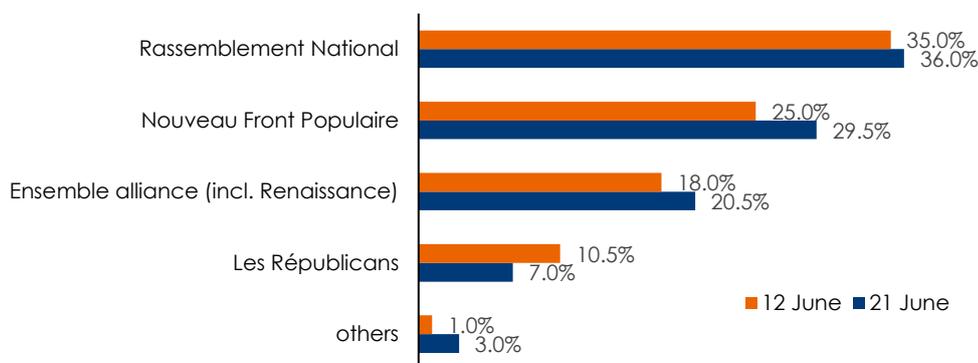
Macroeconomic Research

Carlo Ruoti
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista

Fig. 1 - Sondaggi di opinione sulle intenzioni di voto per le elezioni legislative



Fonte: IFOP/LCI

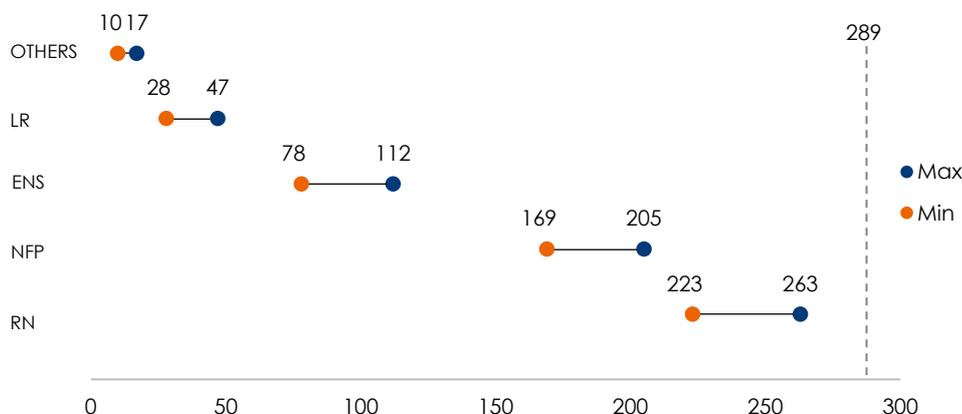
Secondo i sondaggi, *Rassemblement National* è il primo partito ma difficilmente otterrà la maggioranza dei seggi

La netta sconfitta subita dal partito di Macron alle elezioni europee ha indotto il Presidente, già la sera del 9 giugno, a decidere di sciogliere l'Assemblea Nazionale, indicando nuove elezioni parlamentari che si terranno in due turni, il 30 giugno e il 7 luglio. Si tratta della sesta volta nella storia del Paese, con l'ultimo precedente nel 1997. I motivi di questa scelta, oltre che alla sconfitta elettorale (*Besoin d'Europe*, la coalizione che includeva il partito di Macron *Renaissance*, ha raccolto il 14,6% dei voti, contro il 31,4% della formazione di estrema destra *Rassemblement National*), sono da ricondursi alla **già complessa situazione parlamentare, incapace da anni di esprimere una maggioranza solida**, anche in vista della sfida rappresentata dall'approvazione del budget 2025.

In base ai sondaggi condotti dopo lo scioglimento delle camere, ***Rassemblement National (RN)* è per distacco la prima forza politica** (media sondaggi: 30-36%), seguita dal *Nouveau Front Populaire* (NFP), l'alleanza di sinistra a cui i sondaggi attribuiscono tra il 25% e il 30% dei consensi; la coalizione *Ensemble* che include il partito di Macron è ferma a una forchetta del 16-22% delle intenzioni di voto. **Tuttavia, secondo la maggior parte delle proiezioni sui seggi, difficilmente il partito di destra sarà in grado di ottenere la maggioranza assoluta** nell'Assemblea Nazionale (289 seggi). C'è da ricordare che **l'incertezza sull'esito elettorale, specie in termini di assegnazione di seggi, è elevata soprattutto per via delle caratteristiche del sistema di voto**, a doppio turno e molto dipendente dalla credibilità dei candidati sul territorio. In passato, tale sistema (per via dell'incidenza del "voto tattico" al secondo turno) ha storicamente favorito i partiti più moderati: ad esempio, RN ha sempre ottenuto risultati inferiori alle elezioni legislative rispetto sia alle europee che alle presidenziali.

Un fattore che potrebbe risultare decisivo sarà il livello dell'affluenza. Alle elezioni europee l'astensionismo in Francia è stato del 49%, in linea con il dato europeo. Secondo un sondaggio del 12 giugno (ELABE per BFMTV), le persone iscritte nelle liste elettorali che si dichiarano sicure di votare sono circa il 57%, una quota ben più alta rispetto al 47% rilevato a tre settimane dalle precedenti elezioni legislative del 2022. Un ruolo importante potrebbe essere giocato dai quartieri popolari della capitale, dove l'astensione è tradizionalmente elevata. Soprattutto, **conterà la distribuzione dell'affluenza tra i centri urbani (dove sono più rappresentate le forze centriste e di sinistra) e il resto del territorio, controllato prevalentemente da *Rassemblement National*.**

Fig. 2 - Sondaggi di opinione: proiezioni sull'assegnazione dei seggi all'Assemblea Nazionale



Fonte: media sondaggi IFOP/LCI, ELABE, Cluster17, Odoxa, Harris a partire dal 10 giugno 2024

I programmi elettorali dei principali partiti

Il tempo a disposizione per la campagna elettorale è stato molto limitato. Anche per questo, le principali forze politiche hanno comunicato le proprie proposte in merito ai temi più importanti del momento in maniera poco organica e dettagliata. Tra le questioni più dibattute rientrano la **riforma del sistema pensionistico** approvata nel 2023, la **gestione dei flussi migratori** e le **misure a protezione dell'occupazione**. Il dibattito, poi, comprende anche il **sostegno economico e militare all'Ucraina** e la **questione energetica**, particolarmente accesa a seguito del rincaro del gas dell'11,7% previsto a partire dal prossimo 11 luglio.

Su numerosi aspetti, *Rassemblement National* e *Nouveau Front Populaire* esprimono posizioni nettamente divergenti, ma **le due forze sono accomunate da una forte radicalità, da una scarsa intenzione di adeguarsi alle raccomandazioni economiche e fiscali della Commissione Europea, e da una volontà di espansione fiscale** soprattutto in tema di sostegno al potere d'acquisto delle famiglie.

Tab. 1 - Programmi dei 4 principali blocchi politici

Pensioni	RN	Abrogare la riforma del 2023
	ENS	Attenersi alla legge approvata dal parlamento nel 2023, nessuna revisione di ampia portata
	NFP	Abrogare riforma del 2023, ripristinando il diritto di andare in pensione a 60 anni. Aumentare la pensione minima contributiva al livello del salario minimo. Portare la pensione minima di vecchiaia al livello della soglia di povertà
	LR	Divisioni interne sul tema. Nessuna intenzione di riaprire il dibattito sulle pensioni
Salari	RN	Esentare gli aumenti dei salari dai contributi a carico del datore di lavoro, fino a un limite del 10% e fino a 3 volte il salario minimo
	ENS	Ulteriore riduzione dei contributi
	NFP	Aumentare il salario minimo a 1.600 euro. Indicizzare i salari all'inflazione
	LR	Aumentare i salari riducendo i contributi previdenziali per i dipendenti che guadagnano meno di 3 volte il salario minimo
Tassazione	RN	Sostituire la tassa sul patrimonio immobiliare con una tassa sul patrimonio finanziario. Nessun aumento generalizzato delle imposte
	ENS	Nessun aumento delle tasse. Riduzione spesa di 10 miliardi di euro, oltre ai tagli da 10 miliardi già approvati a febbraio
	NFP	Aumentare le tasse ai lavoratori ad alto reddito. Rendere più progressiva l'imposta sul reddito, aumentando il numero di scaglioni a 14 (rispetto ai 5 attuali). Ristabilire imposta sul patrimonio e abolire le agevolazioni fiscali "inefficienti" e "ingiuste"
	LR	Abbassare le tasse. Ridurre le imposte sulla produzione e il costo del lavoro per le aziende. Ridurre i contributi sociali
Energia	RN	Riduzione dei costi energetici tramite fissazione del prezzo dell'energia sulla base della produzione nazionale. Riduzione IVA su bollette di elettricità, gas e carburanti dal 20% al 5,5%
	ENS	Riduzione tariffe elettriche regolamentate del 10-15% entro febbraio 2025 grazie alla politica energetica del governo
	NFP	Congelamento dei prezzi dell'energia
	LR	Posizione poco chiara sul tema, in merito al quale sono emerse divisioni interne al partito
Occupazione	RN	Opposizione alla riforma di Macron che ha inasprito le condizioni di accesso al sussidio di disoccupazione
	ENS	Riforma del sussidio di disoccupazione: riduzione periodo di indennizzo e stretta sulle condizioni di accesso
	NFP	In linea con RN
	LR	In linea con ENS
Ucraina	RN	Posizione poco chiara sul tema: Bardella ha ritrattato la precedente posizione del partito, già a favore del "dialogo" e di una "alleanza" con la Russia "su alcuni temi"; il partito non appare coeso in merito
	ENS	Sostegno convinto e duraturo all'Ucraina
	NFP	Sostenere sovranità e libertà del popolo ucraino, così come l'integrità dei suoi confini. Invio solo delle armi necessarie alla difesa
	LR	Massiccio sostegno finanziario all'Ucraina, ma contrarietà all'adesione dell'Ucraina all'Unione Europea
Immigrazione	RN	Abrogare l'assistenza sanitaria gratuita per gli immigrati privi di documenti. Favorire la "preferenza nazionale"
	ENS	Rafforzare i controlli sui minori non accompagnati
	NFP	Abrogare la legge Macron. Facilitare l'accesso ai visti, regolarizzare lavoratori e studenti. Istituire come permesso principale il permesso di soggiorno di 10 anni
	LR	Inasprire la legge sull'immigrazione e rendere più selettive le condizioni di accesso alle prestazioni sociali per gli immigrati regolari

Nota: RN= *Rassemblement National*, ENS=*Ensemble Citoyens*, NFP=*Nouveau Front Populaire*, LR=*Les Républicains*

Il tema che scalda maggiormente il dibattito politico francese è la gestione dei flussi migratori. Tale argomento è quello che maggiormente divide la piattaforma elettorale di RN, che intende soprattutto inasprire le condizioni di accesso alle prestazioni sociali da parte degli immigrati, da quella di NFP, che sottolinea **l'importanza di una progettualità di lungo termine che migliori il processo di accoglienza** e, in tal senso, propone tra l'altro di ridurre la durata massima di detenzione preventiva all'espulsione (oggi di 90 giorni) nonché le possibilità di espulsione di alcune categorie di stranieri con precedenti penali; NFP intende, inoltre, favorire la piena applicazione delle disposizioni già esistenti per riconoscere l'autorizzazione al lavoro per i richiedenti asilo, facilitare il rilascio della cittadinanza francese e garantire l'accesso alla copertura sanitaria per le persone prive di documenti; infine, la coalizione di sinistra intende caldeggiare proposte di cooperazione internazionale come la creazione di un sistema di soccorso terrestre e marittimo e di uno status per gli sfollati climatici.

L'immigrazione è il tema più divisivo

Al contrario, **l'estrema destra sottolinea che i flussi migratori hanno assunto il carattere di una vera e propria emergenza, facendo proprio l'obiettivo di fermare l'ondata di migranti**. Le priorità secondo RN sono l'abrogazione dello *ius soli* (proposta su cui però da taluni commentatori viene sollevato il dubbio di incostituzionalità) e l'assistenza sanitaria gratuita per gli individui privi di documenti (che sarebbe sostituita da aiuti limitati alle sole cure urgenti).

I programmi dei due principali partiti implicano una significativa espansione fiscale

I dati pubblicati dai vari partiti e da Institut Montaigne mostrano che le piattaforme elettorali presentate dalle due coalizioni politiche in vantaggio nei sondaggi, se implementate completamente, presentano dei **costi elevati e tendenzialmente non compatibili con l'obiettivo di riportare il deficit sotto il 3% nel 2027**, per di più in un Paese sottoposto a procedura per deficit eccessivo. Inoltre, **il lato delle coperture è in alcuni casi lacunoso, oppure include stime di gettito che è persino riduttivo definire ambiziose e ottimistiche**.

Tra le (non numerosissime) proposte dettagliate nel manifesto di **Rassemblement National** troviamo:

Il programma di RN

- 11,3 miliardi (annui) – **riduzione dell'IVA sull'energia** (carburanti, elettricità e gas) dal 20% al 5,5% (secondo la maggior parte dei commentatori, la misura richiederebbe l'accordo preventivo con la Commissione Europea);
- 800 milioni (costo per l'anno 2025) – **esenzione degli aumenti dei salari dai contributi a carico del datore di lavoro**, fino a un limite del 10% e fino a 3 volte il salario minimo;
- 27,4 miliardi (costo su un orizzonte al 2027) – piena **indicizzazione delle pensioni all'inflazione** (l'indicizzazione ad oggi è completa solo per le famiglie a basso reddito).

Tab. 2 – Il programma economico di *Rassemblement National* per il 2025

INTERVENTI		COPERTURE	
Riforma pensioni	17 miliardi	Taglio spese per immigrati	16 miliardi
Taglio cuneo contributivo	10 miliardi	Lotta all'evasione	15 miliardi
Taglio tasse imprese	10 miliardi	Tagli agli enti locali	5 miliardi
Taglio IVA energia	10 miliardi	Tagli ai trasferimenti a UE e ONG	8 miliardi
Investimenti in sanità	20 miliardi	Tagli agli incentivi alle rinnovabili	5 miliardi
TOTALE	70 miliardi	TOTALE	50 miliardi

Fonte: *Rassemblement National*, Institut Montaigne

Il programma (più dettagliato, anche sul fronte delle coperture) di **Nouveau Front Populaire** prevede, tra l'altro: **Il programma di NFP**

- 19 miliardi annui – **aumento del salario minimo** a 1.600 euro netti (+14,4% rispetto allo status quo);
- 24 miliardi – **congelamento dei prezzi dei beni di prima necessità** (tale misura dovrebbe essere discussa con la Commissione Europea per stabilire se il suo impatto sulla concorrenza e sul mercato interno risulti compatibile con le norme comunitarie);
- 1,5 miliardi all'anno – **aumento del 10% degli assegni personali per l'alloggio**.

Tabella 3 – Il programma di Nouveau Front Populaire per il periodo 2024-27

INTERVENTI		COPERTURE	
Servizi pubblici	42,7 miliardi	Tassa sui super-profitti	15 miliardi
Difesa del potere d'acquisto	50 miliardi	Tassa sulla ricchezza	15 miliardi
Spese sociali	13,9 miliardi	Eliminazione di agevolazioni fiscali	25 miliardi
Congelamento prezzi	72 miliardi	Tassa di successione più progressiva	17 miliardi
		Imposta sul reddito più progressiva	8 miliardi
		Tassa sui profitti delle multinazionali	26 miliardi
		Tassa sulle transazioni finanziarie	3 miliardi
		Parità retributiva di genere	10 miliardi
TOTALE	178 miliardi	TOTALE	119 miliardi

Fonte: Nouveau Front Populaire

Ben più contenuti i costi delle proposte della **maggioranza uscente** (*Ensemble*, che include *Renaissance*, il partito di Macron):

- 2,4 miliardi – **riduzione delle bollette elettriche** del 15% da febbraio 2025 (o meglio, *Ensemble* intende mantenere l'attuale aliquota ridotta anziché ripristinare la precedente aliquota da febbraio dell'anno prossimo);
- 2 miliardi – **estensione del bonus per il potere d'acquisto**;
- 3,3 miliardi – **abolizione delle spese notarili per chi acquista per la prima volta una casa** (con un tetto da 250 mila euro).

**Le proposte della
maggioranza uscente**

Quale governo dopo le elezioni?

Al momento, **tre appaiono gli scenari più probabili**:

- (A) **Governo guidato da Rassemblement National**: in questo caso, il grado di implementazione delle promesse elettorali dipenderà dal fatto che si tratti di:
 - un **esecutivo mono-colore che goda della maggioranza assoluta dei seggi** (esito non impossibile ma poco probabile, sulla base della maggioranza dei sondaggi); il leader del partito Bardella ha dichiarato che intende governare solo in questa situazione, anche se non si può escludere che gli orientamenti post-elettorali possano cambiare;
 - un **esecutivo mono-colore ma di minoranza** (che, per nascere, deve dunque contare sull'astensione da parte di altre forze politiche e che potrebbe presto cadere vittima di mozioni di censura);
 - un **governo di coalizione**: il partito meno lontano da una possibile alleanza con RN è *Les Républicains*, anche se al suo interno di recente ci sono state feroci lotte intestine, che hanno visto protagonista l'ex leader Eric Ciotti; ad ogni modo, ad oggi, la maggioranza dei dirigenti del partito non sembra favorevole a entrare in coalizione con RN, anche se la base del partito potrebbe essere non totalmente contraria a un'evoluzione in tal senso,

e non si può nemmeno escludere che il manipolo di esuli da LR a seguito di Ciotti possa divenire più folto dopo le elezioni.

- (B) **Governo guidato dalla coalizione di sinistra NFP** (anche in questo caso, con sfumature diverse a seconda che si tratti di un esecutivo di maggioranza - scenario poco probabile - oppure di minoranza/di coalizione).
- (C) **Scenario di sostanziale ingovernabilità**, che potrebbe portare ai seguenti possibili esiti:
 - un **governo “tecnico” all’italiana**, che però richiederebbe il voto favorevole o almeno l’astensione da parte delle principali forze politiche, il che appare poco probabile in un parlamento che sarà dominato numericamente da forze politiche di orientamento estremo;
 - un **governo di “ordinaria amministrazione”** (*d’affaires courantes*), con il compito principale di approvare il budget 2025 (compito comunque arduo vista la necessità di conciliare istanze di politiche opposte), per traghettare il Paese verso nuove elezioni politiche nella seconda metà del 2025 o nel 2026 (il Presidente non può sciogliere l’Assemblea per 12 mesi);
 - **impossibilità di formare alcun governo, con la conseguente necessità di adottare l’“esercizio provvisorio”** cioè di applicare il budget 2024 anche al 2025, in base al *système des douzièmes provisoires* o alla cosiddetta *adoption par ordonnance* in base all’art. 47 della Costituzione, che potrebbe consentire di rinviare il voto parlamentare per mesi – ma non per sempre – se il parlamento non si pronuncia in prima lettura entro 70 giorni dalla presentazione dalla proposta della legge di bilancio.

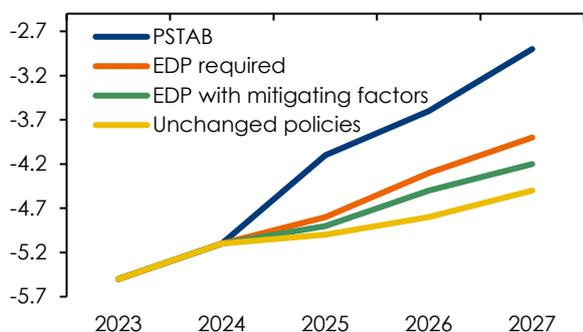
Il nuovo parlamento erediterà una situazione fiscale già problematica...

Il primo scoglio per il nuovo governo sarà la preparazione del **budget per il 2025** e la negoziazione con la Commissione Europea in merito al nuovo piano pluriennale di spesa da presentare entro il 20 settembre. Dopo un 2023 che si è chiuso con dati di finanza pubblica decisamente peggiori rispetto alle stime, il governo aveva ridimensionato i suoi obiettivi in termini di consolidamento fiscale, pur confermando la volontà di riportare il deficit sotto il 3% del PIL nel 2027. Il Programma di Stabilità prevede infatti un calo del disavanzo al 5,1% del PIL nel 2024 dal 5,5% registrato lo scorso anno, e una ulteriore discesa di un punto nel 2025, al 4,1%. I target sono però dipendenti da un **ambizioso programma di revisione della spesa da 20 miliardi ancora in fase di definizione che**, se già nei mesi scorsi avevamo definito come poco realistico, **verrà messo ulteriormente a rischio dal contesto di frammentazione che potrebbe caratterizzare l’Assemblea Nazionale**.

Qualsiasi sarà il risultato delle elezioni legislative, il Paese dovrà fare i conti con l’aggiustamento fiscale richiesto sotto **procedura d’infrazione per disavanzo eccessivo**. Le regole del nuovo Patto di Stabilità implicano, fino al 2027, un aggiustamento strutturale di 0,5pp che potrebbe essere ridotto, considerando le attenuanti previste dal periodo di transizione, fino a 0,3-0,4pp.

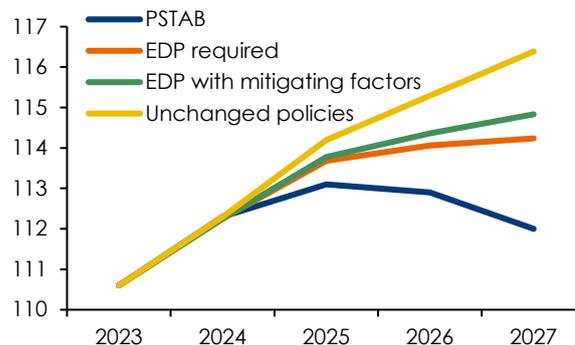
In sostanza, **per rispettare le norme europee potrebbe essere sufficiente riportare il deficit nell’intervallo del 4,8-5% nel 2025** e del 4,3-4,5% nel 2026, con un percorso che poi riporti l’indebitamento netto al 3% del PIL solo nel 2029. Tale aggiustamento sarebbe decisamente inferiore rispetto a quello previsto dal Programma di Stabilità, ma richiederebbe comunque uno sforzo fiscale aggiuntivo: secondo le stime della Commissione Europea, in uno scenario a politiche invariate il disavanzo calerebbe, essenzialmente per via della maggiore crescita, al 5% nel 2025 fino a scendere verso il 4,5% del PIL nel 2027.

Fig. 3 - Deficit (% PIL) in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, PSTAB 2024-27, AMECO

Fig. 4 - Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, PSTAB 2024-27, AMECO

Il debito pubblico, che il Programma di Stabilità prevedeva tornare a calare a partire dal 2026, dovrebbe al contrario continuare a salire, fino a superare il 114% del PIL entro il 2027 in caso di rispetto minimo delle regole per EDP, e al 116% del PIL in uno scenario a politiche invariate.

L'obiettivo di riduzione del deficit nel 2024 è improbabile che sia messo a rischio (a meno di una "terapia shock" implementata immediatamente come segnale di rottura rispetto alla precedente legislatura), in quanto il venir meno delle misure varate per contrastare la crisi energetica, e i tagli di 10 miliardi alla spesa pubblica annunciati lo scorso febbraio, dovrebbero contribuire a ridurre il disavanzo rispetto allo scorso anno. È invece decisamente maggiore l'incertezza sugli anni seguenti, quando le scelte in merito al rispetto delle norme europee e le opzioni di politica economica saranno determinanti per definire le prospettive di finanza pubblica.

...che potrebbe essere esacerbata in caso di implementazione dei programmi elettorali

Rassemblement National. Le più recenti dichiarazioni dei membri del RN, compreso il leader Bardella e il responsabile della politica economica Tanguy, sembrano invitare alla cautela, sottolineando l'intenzione di trovare coperture per le promesse elettorali e la volontà di implementare i tagli alla spesa previsti dal Programma di Stabilità per riportare il disavanzo al 3% del PIL entro il 2027. Il partito ha già ridimensionato i toni su diversi temi (ad esempio sulla riforma delle pensioni), e ha rinunciato alla proposta di nazionalizzazione delle autostrade; è stata invece più volte ribadita l'intenzione di tagliare l'imposta sul valore aggiunto sui beni energetici (che avrebbe un costo tra i 10 e i 15 miliardi di euro all'anno). Il costo complessivo per le finanze pubbliche del programma di RN potrebbe attestarsi tra i 60 e i 70 miliardi di euro (oltre il 2% del PIL) a seconda di come verrà gestito il tema pensionistico, a fronte di coperture poco dettagliate che vengono quantificate dal partito (a nostro avviso ottimisticamente) in circa 50 miliardi (è infatti lecito sollevare dubbi sul gettito atteso ad esempio dalla lotta all'evasione). Nel complesso stimiamo che, a seconda delle ipotesi sul raggiungimento degli obiettivi di spesa e sull'effettivo reperimento delle coperture, **l'impatto netto sul deficit annuo possa attestarsi tra lo 0,7% e l'1% del PIL, con rischi verso l'alto.** L'incertezza sulla politica economica futura è elevata, ma stimiamo che in tale scenario **il debito pubblico potrebbe salire fino a un intervallo tra il 116% e il 118% del PIL entro il 2027.**

L'impatto economico e fiscale del programma di RN

La misura "manifesto" per il RN, **il taglio dell'IVA dal 20% al 5,5% per carburanti, elettricità e gas,** avrebbe un impatto espansivo sulla domanda interna, almeno nel breve periodo, con un immediato ma temporaneo effetto ribassista sull'inflazione. L'energia pesa per circa l'8% nel

paniere dei prezzi al consumo quindi, senza considerare gli eventuali effetti indiretti sulle altre componenti, **il taglio potrebbe ridurre l'inflazione di quasi un punto percentuale; l'impatto sarebbe comunque transitorio**. Tuttavia, soprattutto per quanto riguarda i carburanti, non è da sottovalutare il rischio che il taglio venga in buona parte assorbito dai distributori, con effetto limitato sui consumatori finali.

Nouveau Front Populaire. Il NFP ha pubblicato un programma economico dettagliato in tre parti con le misure da varare 1) nei primi 15 giorni di governo; 2) nei primi 100 giorni; 3) nei mesi seguenti. Nel complesso **il costo di tali misure sarebbe superiore a quello proposto dal RN e quantificabile in circa 125 miliardi (il 4,3% del PIL) nel periodo 2024-27**. A differenza di quello di RN, però, il manifesto elettorale di NFP offre maggiori indicazioni sulle coperture: si tratta prevalentemente di aumenti di imposte, anche se le stime di gettito appaiono anche in questo caso ottimistiche. **In uno scenario di coperture solo parziali, intorno al 70%, l'impatto netto sul deficit sarebbe intorno a 1-1,2% del PIL e il debito pubblico salirebbe verso il 120% del PIL nel 2027.**

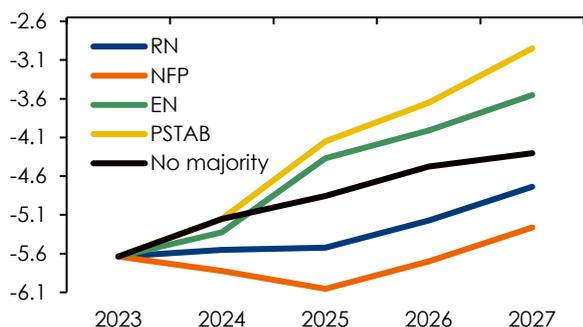
L'impatto economico e fiscale del programma di NFP

Tra le misure urgenti promesse da NFP, **l'aumento del salario minimo netto a 1.600 euro** (+14,4% rispetto ai livelli correnti) e degli indici di riferimento per il calcolo delle retribuzioni dei dipendenti pubblici potrebbe avere un costo iniziale di 3,5 miliardi nel 2024, per un totale complessivo annuo di oltre 20 miliardi di euro a regime. La misura avrebbe un impatto di breve termine espansivo sulla domanda interna, ma difficilmente avrebbe effetti sulla crescita potenziale di lungo termine. Gli effetti sarebbero inflattivi sia nel breve che nel lungo periodo, per via sia di una domanda più vigorosa, sia dell'aumento del costo del lavoro in un contesto di produttività sfavorevole.

Ensemble. Un eventuale nuovo esecutivo guidato dalla coalizione che fa capo al Presidente della Repubblica potrebbe attenuare solo lievemente gli ambiziosi obiettivi delineati nel più recente programma di stabilità; è da escludere una marcia indietro sulle riforme. Potrebbero essere annunciate misure di sostegno alla domanda per poco meno di 10 miliardi di euro, che non metterebbero a rischio il consolidamento fiscale e il rispetto delle norme fiscali europee. In questo scenario **il rapporto debito/PIL si stabilizzerebbe intorno al 114% nel triennio 2025-27.**

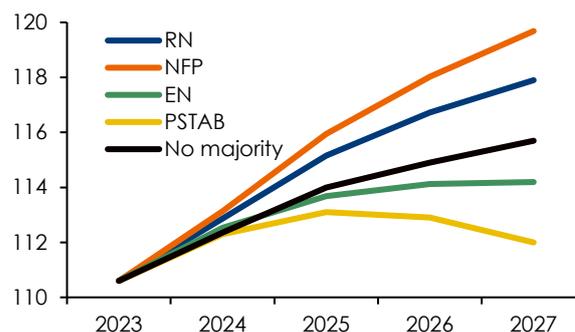
L'impatto economico e fiscale del programma di Ensemble

Fig. 5 - Deficit (% PIL) in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo

Fig. 6 - Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo

Gli scenari delineati nelle Figure 5 e 6 si configurano nel caso in cui le tre coalizioni dovessero ottenere la maggioranza assoluta. Nel caso di **maggioranze solo relative**, gli scenari possibili sarebbero molteplici, ma, in presenza di tre blocchi su posizioni potenzialmente irconciliabili, una paralisi istituzionale non sarebbe da escludere. Un governo di minoranza RN rischierebbe infatti di avere vita breve in quanto continuamente in balia delle "mozioni di censura". Si aprirebbe quindi l'ipotesi di un **governo di unità nazionale o tecnico** finalizzato ad approvare il budget ed eventualmente traghettare il paese a nuove elezioni tra un anno. Riteniamo poco probabile che il budget non venga adottato in quanto il governo potrebbe implementarlo per decreto

Lo scenario di un governo "tecnico" o "di grande coalizione"

attraverso l'articolo 49.3 della Costituzione, ma per evitare il passaggio di una successiva mozione di censura sarà necessario limitare il più possibile le ambizioni con **un aggiustamento fiscale nel migliore dei casi appena coerente con le richieste della Commissione Europea, ma senza possibilità di implementare i tagli alla spesa promessi o di proseguire con le riforme strutturali** (scenario "No majority" nelle Figure 5 e 6).

Infine, nel caso in cui non si riuscisse nemmeno ad approvare il budget, l'**ipotesi "estrema" di esercizio provvisorio con il système des douzièmes provisoires applicato per tutto il 2025**, assumendo un "congelamento" ai livelli del 2024 della spesa al netto di interessi, welfare e costo del personale, **implicherebbe una significativa restrizione fiscale, quantificabile intorno ai due punti di PIL.**

Conclusioni

Ecco le principali conclusioni della nostra breve analisi:

- ad oggi **lo scenario più probabile non è quello di un governo a guida di Rassemblement National, ma piuttosto quello di mancanza di una maggioranza assoluta in parlamento**, che potrebbe sfociare o in un governo di minoranza/tecnico/di ordinaria amministrazione, o in un'impasse politica con rischi sull'approvazione del budget 2025;
- **i rischi al rialzo su deficit e debito, già non trascurabili nello scenario a legislazione vigente, aumenterebbero significativamente in caso di implementazione delle proposte elettorali di RN, e ancora più in caso di vittoria della coalizione di sinistra NFP**; viceversa, paradossalmente, lo scenario di ingovernabilità, specie in caso di mancata approvazione del budget e applicazione dell'"esercizio provvisorio", potrebbe rendere paradossalmente meno arduo il rispetto delle regole fiscali;
- **anche in caso di vittoria dei partiti populistici/estremi, appare improbabile una piena implementazione dei programmi economici presentati in campagna elettorale**; in effetti, le esperienze storiche di partiti populistici al governo in altri Paesi europei si sono tradotte (a meno di una svolta autoritaria, che appare assai improbabile in un Paese dalle radici democratiche consolidate come la Francia) in una significativa moderazione una volta vinte le elezioni; in particolare, RN sta già "ammorbidendo" i toni su alcuni temi rilevanti come la riforma delle pensioni e il rispetto delle regole fiscali europee;
- tuttavia, **uno scenario di formazione di un governo tecnico o di minoranza o di grande coalizione che escluda i partiti più estremi, che appare il più favorevole nel breve termine dal punto di vista della disciplina fiscale e del rispetto delle regole europee, potrebbe tradursi in uno scenario negativo nel medio periodo**: infatti, come insegna il caso italiano, questo tipo di evoluzione potrebbe non arrestare l'onda populista e anzi accrescere i consensi per le formazioni più estreme, di fatto solo rinviando il passaggio di testimone (nel caso della Francia, o a successive elezioni legislative nella seconda metà del 2025 o nel 2026, oppure alle elezioni presidenziali del 2027).

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.

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 15c-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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 S.p.A. 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)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Carlo Ruoti

carlo.ruoti@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com