

Macro Rapid Response

Elezioni in Francia: non sarà facile formare un governo

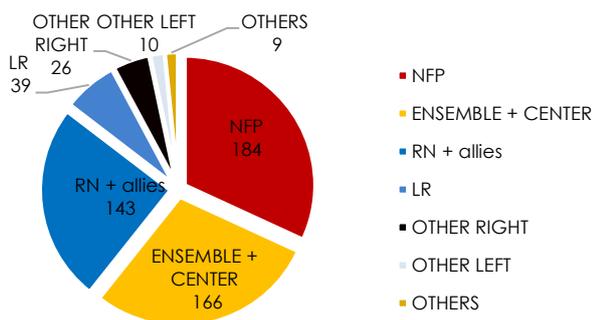
I ballottaggi hanno sovvertito i risultati del primo turno delle elezioni legislative: la coalizione di sinistra NFP ha ottenuto la maggioranza relativa, e il partito di destra RN è solo la terza forza in parlamento. In sostanza, il maggior rischio di breve termine (maggioranza assoluta per una formazione politica di orientamento estremo) è stato scongiurato, ma ora sarà molto difficile formare un governo. Permangono sia delle criticità nel breve termine (il raggiungimento degli obiettivi di bilancio per l'anno prossimo richiede una restrizione fiscale che nessun eventuale governo potrebbe avere la forza di implementare), sia, soprattutto, dei rischi di medio periodo derivanti da una potenziale ulteriore crescita dei consensi verso i partiti più populisti.

I ballottaggi sovvertono il risultato del primo turno...

Al secondo turno delle elezioni legislative in Francia, gli "accordi di desistenza" e la mobilitazione popolare (l'affluenza ai ballottaggi è stata molto vicina a quella del primo turno: 66,6% contro 66,7%) hanno frenato l'ascesa del partito di estrema Rassemblement National (RN). **Nessuna coalizione però ha ottenuto la maggioranza assoluta** all'Assemblée Nationale (289 seggi su 577): l'alleanza di sinistra Nouveau Front Populaire (NFP) si è aggiudicata 184 seggi, 166 sono andati alla maggioranza presidenziali (Ensemble e centristi), 143 a RN e alleati, e 39 a Les Républicains (LR). In sostanza, sebbene il posizionamento dei tre maggiori schieramenti sia stato molto diverso rispetto a quello visto al primo turno, si conferma uno scenario di parlamento senza una chiara maggioranza.

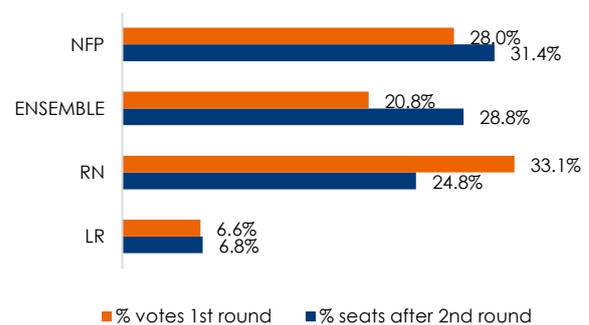
Per quanto riguarda i prossimi passi, la Costituzione non prescrive una scadenza temporale per la nomina del primo ministro. Quello uscente, Gabriel **Aital, si dimetterà oggi ma di fatto, come da prassi, resterà in carica per l'ordinaria amministrazione** (anche in vista dei giochi olimpici), fino alla formazione di un nuovo esecutivo. **La prima riunione dell'Assemblea Nazionale è in calendario giovedì 18 luglio.**

Ripartizione dei seggi in Assemblée Nazionale



Fonte: Ministero dell'Interno francese

% dei voti al primo turno e % dei seggi ottenuti in Assemblée Nazionale



Fonte: Ministero dell'Interno francese

È possibile che **Macron chieda ad un membro della prima forza parlamentare, il NFP, di provare a formare un governo**. Tuttavia, alla luce degli equilibri interni alla sinistra non è ancora chiaro chi potrebbe essere l'incaricato per formare l'esecutivo. I risultati delle urne mostrano infatti una sostanziale parità tra la sinistra più estrema (La France Insoumise, LFI) e quella più moderata (i socialisti), con 78 e 69 seggi rispettivamente, e la personalità divisiva del leader di LFI Mélenchon

8 luglio 2024

Research Department

Macroeconomic Research

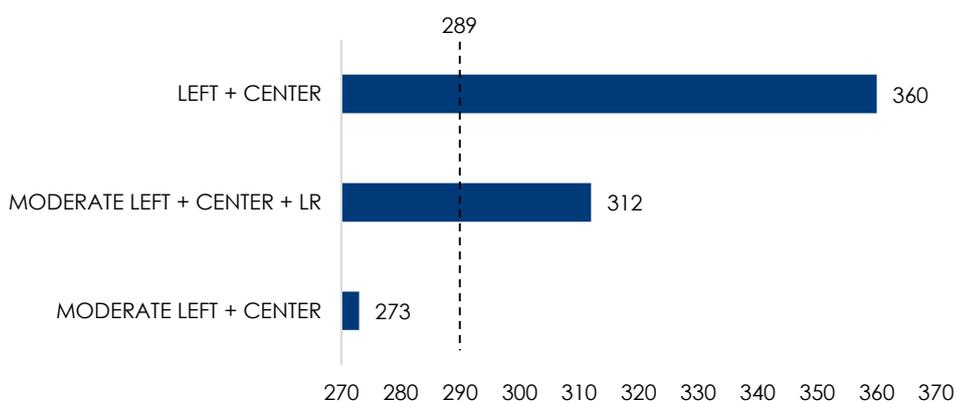
Carlo Ruoti
Economista

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Paolo Mameli
Economista

non pare adatta né per la gestione della coabitazione con un presidente di diverso colore politico, né per guidare un eventuale governo di minoranza (né, tanto meno, per inseguire l'ambizione di costruire una maggioranza parlamentare). Il primo tentativo del NFP potrebbe essere quello di formare un esecutivo di minoranza, che tuttavia, per nascere, dovrebbe godere dell'appoggio o almeno dell'astensione da parte di forze politiche molto lontane dalla sinistra; anche se tale governo dovesse nascere, sarebbe estremamente fragile e soggetto alla continua minaccia di mozioni di censura. D'altronde, **è difficile pensare che la maggioranza presidenziale e i repubblicani possano fare "da stampella" a un governo di minoranza di sinistra. Potrebbe essere più verosimile che tali partiti puntino a dividere l'alleanza di sinistra per formare eventualmente un esecutivo di grande coalizione** che escluda, oltre a RN, anche LFI; si tratterebbe comunque, specie nel caso in cui l'alleanza includa LR, di una maggioranza estremamente eterogenea, un *unicum* nella storia politica francese.

Possibili maggioranze all'Assemblea Nazionale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Ministero dell'Interno francese

...ma non sarà facile formare un governo...

In sintesi, **tre al momento appaiono gli scenari più probabili:**

- (A) **Governo di grande coalizione**, che potrebbe avere le seguenti configurazioni:
 - **Grande coalizione tra sinistra e centro**: avrebbe la maggioranza numerica dei seggi (360), ma le piattaforme programmatiche sono molto distanti, e sia i macronisti che i rappresentanti della sinistra più estrema hanno a più riprese escluso un accordo reciproco;
 - **Alleanza tra sinistra moderata** (escludendo La France Insoumise e il partito comunista) **e centro**: si tratterebbe di una coalizione meno eterogenea della precedente, ma che al momento non arriverebbe alla soglia di maggioranza (273 seggi contro i 289 richiesti);
 - **Grande coalizione tra sinistra moderata** (escludendo La France Insoumise e il partito comunista), **centro e partito Les Républicains**: come nel primo caso, si raggiungerebbe la maggioranza dei voti in assemblea (anche se meno ampia: 312), ma resta da vedere se formazioni politiche così eterogenee troveranno dei punti programmatici in comune per dar vita a un esecutivo di qualche tipo;
- (B) **Governo di minoranza**, che si affida a maggioranze variabili per l'approvazione parlamentare dei provvedimenti;
- (C) **Impossibilità di formare un governo di qualche tipo**: in tal caso, l'esecutivo uscente continua ad occuparsi dell'ordinaria amministrazione (*affaires courantes*).

Lo scenario (A) sarebbe una sostanziale novità nella storia politica francese, e potrebbe avere

sfumature diverse nel caso si tratti di un esecutivo "tecnico" (guidato da personalità estranee all'arena politica), "istituzionale" (guidato da esponenti di lungo corso del sistema politico o da figure riconosciute come "autorevoli" che ricoprono cariche istituzionali importanti) o "politico". A nostro avviso, **un esecutivo tecnico "all'italiana" è poco probabile** (agli occhi della sinistra, assomiglierebbe troppo a un governo macroniano prima maniera); più verosimile appare il caso di un esecutivo guidato da un centrista indipendente già membro del parlamento, ed è possibile che il mandato sia limitato alla sola gestione degli affari correnti (dunque si avvicinerebbe più allo scenario B che allo scenario A); un nome "papabile", che era emerso nelle scorse settimane, è quello di Charles de Courson, storico deputato della Marne. In ogni caso, **la formazione di un governo di coalizione richiede la disponibilità, da parte di forze politiche assai eterogenee, a concordare su alcuni (pochi) punti programmatici da formalizzare ex ante**. Ciò presuppone, specie (ma non solo) nel caso in cui la coalizione coinvolga la sinistra estrema, un **"prezzo" da pagare in termini di implementazione anche parziale di alcune delle promesse** elettorali; non pare uno scenario coerente con il consolidamento fiscale che sarebbe richiesto da una piena compliance con il quadro regolatorio UE.

Gli scenari (B) e (C) potrebbero essere paradossalmente quelli più virtuosi dal punto di vista della disciplina fiscale, in quanto la sostanziale conferma dello status quo (o, ancor più, l'eventuale applicazione dell'esercizio provvisorio per il 2025 in caso di impossibilità di approvare il budget) potrebbe rendere meno arduo il raggiungimento degli obiettivi fiscali UE. **Tuttavia, si tratta di scenari verosimilmente di breve durata, che traghetterebbero il Paese verso nuove elezioni legislative nella seconda metà del 2025 o nel 2026.**

Nel complesso, il rischio maggiore di breve termine, ovvero la presa del potere da parte di un partito di orientamento estremista/populista, è stato al momento scongiurato: infatti, come sottolineavamo già alla vigilia del voto al primo turno, lo scenario più probabile nel breve periodo resta quello di ingovernabilità e sostanziale *impasse* politica, anziché quello di una svolta politica immediata in direzione estremista/populista. Tuttavia, le esperienze viste in altri Paesi europei in anni recenti di governi tecnici o di grande coalizione (si veda in primis il caso italiano) suggeriscono che **tali esecutivi, giocoforza assai eterogenei, nati esclusivamente per contrastare l'ondata populista, potrebbero nel medio periodo 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).

Pertanto, a nostro avviso, sebbene il rischio di evoluzione più negativa dal punto di vista della disciplina fiscale sia stato scongiurato (ma già alla vigilia del voto non giudicavamo tale scenario come il più probabile), **permangono sia delle criticità nel breve termine** (il raggiungimento degli obiettivi di bilancio per l'anno prossimo richiede una restrizione fiscale che nessun eventuale governo potrebbe avere la forza di implementare), **sia, soprattutto, dei rischi di medio periodo** derivanti da una potenziale ulteriore crescita dei consensi verso i partiti più estremi.

...né implementare la correzione fiscale richiesta dalle regole UE

Il programma di politica economica di NFP era, tra quelli presentati dai partiti in vista delle legislative, il più dettagliato ma anche il più costoso: gli interventi proposti avevano un impatto sul disavanzo pubblico quantificabile in oltre 100 miliardi di euro, e il lato delle coperture (pur meno lacunoso di quello dei programmi di altri partiti) includeva stime di gettito assai ottimistiche, oltre che incrementi di imposte di dubbia realizzabilità. Il programma, oltre ad esplicitare una netta contrarietà rispetto alle regole fiscali europee, includeva misure urgenti "di rottura" da varare nei primi 15 giorni di governo, tra cui l'aumento del salario minimo, l'abrogazione della riforma delle pensioni e il congelamento dei prezzi dei beni di prima necessità. **In una precedente pubblicazione avevamo stimato un impatto netto sul deficit pari a oltre un punto di PIL, il che porterebbe il debito pubblico almeno verso il 120% del PIL nel 2027.**

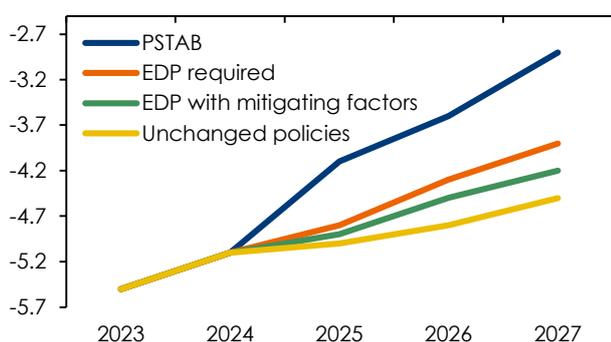
Naturalmente, tale programma non potrà essere realizzato in toto, in mancanza di una maggioranza assoluta dei seggi per NFP, e, per via dell'elevata frammentazione dell'Assemblea

Nazionale, anche nel caso in cui un eventuale governo di minoranza di sinistra dovesse optare per l'approvazione del budget senza passare per il voto del parlamento attraverso l'articolo 49.3 della costituzione, rischierebbe di finire bersagliato dalle mozioni di censura. Tuttavia, **è difficile pensare che NFP intenda partecipare a una coalizione di governo senza chiedere, in quanto forza politica più rappresentata in parlamento, una implementazione almeno parziale di alcune delle promesse elettorali, il che avrebbe un costo sulla finanza pubblica**, sia pure evidentemente dimolto inferiore a quello in caso di implementazione integrale del programma iniziale di NFP. Probabilmente, **i costi sarebbero maggiori nel caso di un'alleanza che comprenda la sinistra più estrema** ovvero LFI (e i comunisti).

La Francia, che ha registrato nel 2023 un indebitamento netto pari al 5,5% del PIL, è soggetta ad una procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo. Secondo le nuove regole fiscali europee, è richiesto ai Paesi sotto Excessive Deficit Procedure un aggiustamento strutturale di almeno mezzo punto percentuale all'anno, che potrebbe essere ridotto, considerando le attenuanti previste dal periodo di transizione, a 0,3-0,4pp. In sostanza, per rispettare il nuovo Patto di Stabilità e Crescita potrebbe essere sufficiente ridurre il deficit in un intervallo di 4,8-5% nel 2025 e di 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 approvato dal precedente governo (che prevedeva un ritorno al 3% nel 2027), ma richiederebbe comunque uno sforzo fiscale aggiuntivo**: 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. Il debito pubblico, che il Programma di Stabilità vedeva 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.

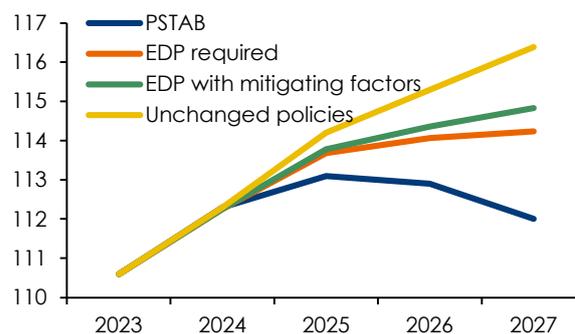
La prima scadenza di rilievo in tema di finanza pubblica sarà la presentazione del piano fiscale strutturale previsto dal nuovo quadro regolatorio UE, che deve essere finalizzata entro il 20 settembre; seguirà l'approvazione del budget 2025 in coerenza con tale piano. Nel caso in cui a Parigi sia ancora in carica il governo uscente, o comunque un esecutivo di minoranza o limitato alla gestione dell'ordinaria amministrazione, **ne deriverebbe un piano dalla credibilità limitata**, che potrebbe essere rimesso in discussione nel caso in cui si insedi un nuovo esecutivo "politico". **In tutti i casi, dettagliare la correzione fiscale necessaria per il rispetto delle regole UE non sarà facile né per un governo di minoranza, né per un governo di grande coalizione, vista la necessità di trovare un accordo sui tagli tra forze politiche di orientamenti molto diversi tra loro.**

Deficit (% PIL) in diversi scenari di politica fiscale



Fonte: Intesa Sanpaolo

Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari di politica fiscale



Fonte: 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.

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)

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