

Macro Rapid Response

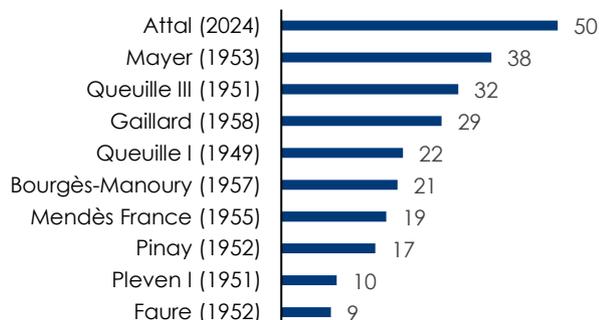
Francia: prosegue l'impasse politica, peggiorano i conti pubblici

A quasi due mesi dal secondo turno delle elezioni legislative, non è ancora stato nominato un nuovo primo ministro, mentre si avvicina la scadenza per la presentazione del disegno di legge di bilancio. Secondo le più recenti stime del Ministero delle Finanze, è possibile che il disavanzo pubblico possa risultare decisamente peggiore delle attese nel 2024 e nel 2025. Il prossimo Governo dovrà quindi fare delle scelte difficili, anche solo per rispettare le regole fiscali europee. Per via dell'elevata frammentazione politica, sarà difficile trovare una maggioranza in grado di formare un nuovo esecutivo. Esistono delle possibilità di approvazione del budget (almeno in forma "provvisoria e "limitata") anche in assenza di un nuovo Governo, ma il percorso è irto di ostacoli: non è da escludersi che tra negoziazioni e veti incrociati il voto venga posticipato il più possibile, generando un elevato grado di incertezza sulla politica economica nei prossimi mesi.

Prosegue l'impasse politica

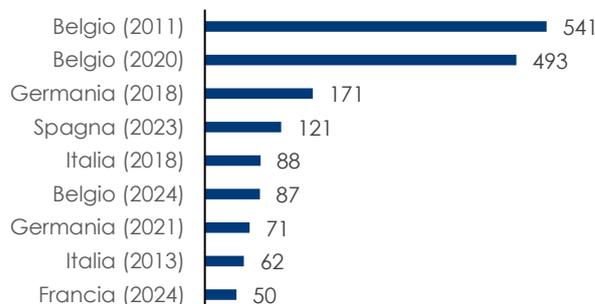
Dopo la "tregua olimpica", in Francia **le negoziazioni per la nomina del Primo ministro hanno monopolizzato la rentrée politica**. L'ipotesi di un Governo guidato dalla coalizione di sinistra non si è mai veramente materializzata: il candidato presentato dal NFP, Lucie Castets, è stato scartato da Macron. Negli ultimi giorni, in seguito agli incontri con i rappresentanti dei partiti, sono emersi due nuovi nomi: il repubblicano Xavier Bertrand e l'ex socialista Bernard Cazeneuve. Alle due ipotesi di stampo politico si è aggiunto un terzo nome, che pare però già aver perso "smalto", quello di Thierry Beaudet, Presidente del CESE (la "terza camera della Repubblica"), personalità su posizioni di centro-sinistra ma senza esperienza parlamentare. Ora che pare pressoché tramontata l'opzione di un esecutivo a guida NFP, il Presidente della Repubblica sembra orientarsi verso **due possibili opzioni**: tentare di formare un Governo centrista in sostanziale continuità con quello uscente, oppure congelare l'impasse politica e lasciare in carica l'esecutivo dimissionario. In ogni caso, data l'elevata litigiosità partitica e l'assenza di una maggioranza parlamentare suggeriscono che **sarà difficile formare un esecutivo in grado di resistere alle eventuali mozioni di censura di cui sarà inevitabilmente bersaglio, almeno per i prossimi 12 mesi, e trovare un compromesso per il Budget**.

**Il Governo dimissionario Attal è in carica da oltre 50 giorni dalle elezioni: si tratta di un record, almeno durante la IV e V Repubblica**



Nota: durata in giorni dei governi dimissionari. Fonte: Le Monde, Pouvoirs

**Longevità dei governi dimissionari nei vari Paesi europei, dal 2000 ad oggi**



Nota: durata in giorni dei governi dimissionari. Fonte: Le Monde

Peraltro, potrebbe essere proprio la legge di bilancio (che, se non dovesse essere approvata entro fine anno, potrebbe causare una acuta crisi istituzionale ed economica), il cardine su cui

4 settembre 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

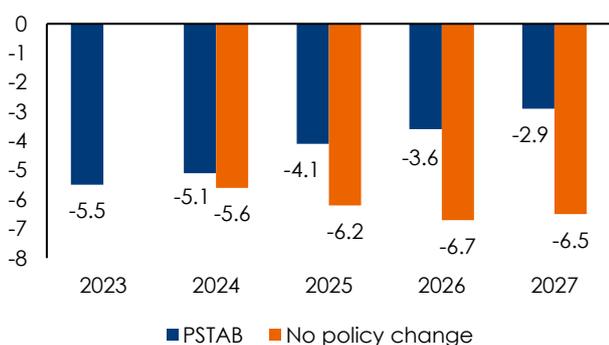
costruire, se non una coalizione politica, almeno un patto legislativo. È infatti la declinazione del **budget** a rappresentare la **principale incertezza di politica economica nei prossimi mesi**: i più recenti sviluppi su spesa ed entrate pubbliche renderanno necessarie scelte difficili, verosimilmente con ulteriori **tagli** rispetto a quanto preventivato, e le **scadenze temporali** sono piuttosto serrate.

Il **disegno di legge di bilancio** dovrà infatti essere inviato entro metà settembre al Conseil d'Etat e all'Haut conseil des Finances publiques perché venga esaminato. **Dovrà poi approdare all'Assemblea Nazionale il 1° ottobre**. Infine, **la legge di bilancio dovrà essere approvata dal parlamento e pubblicata entro il 31 dicembre**. Secondo alcuni costituzionalisti, uno slittamento rispetto alla data del 1° ottobre potrebbe essere permesso a condizione che vengano lasciati almeno 70 giorni al parlamento perché possa esaminare e approvare il budget, e 5 giorni alla Corte Costituzionale per le verifiche definitive. Anche in tale situazione però, al fine di rispettare la scadenza inderogabile del 31 dicembre, lo slittamento non dovrebbe essere superiore a un paio di settimane.

### Le prospettive per la finanza pubblica si fanno più fosche

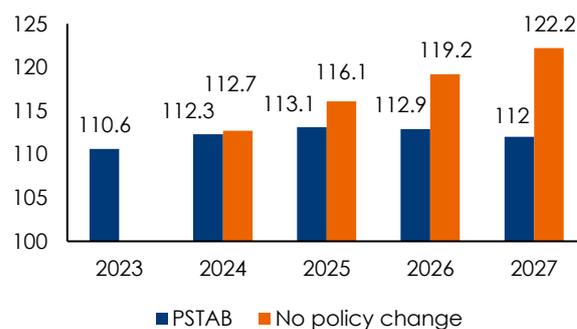
Qualunque sarà l'evoluzione politica nelle prossime settimane, sarà necessario fare i conti con conti pubblici che si stanno rivelando peggiori delle attese già quest'anno. **Secondo le prime elaborazioni del Ministero delle Finanze, nel caso in cui non dovessero essere implementate misure correttive, nel 2024 il disavanzo potrebbe raggiungere il 5,6% del PIL, contro il 5,1% previsto dal Programma di Stabilità** dello scorso aprile, in lieve aumento dal 5,5% del 2023 (quando peraltro già il consuntivo era risultato peggiore rispetto a quanto precedentemente stimato). A fronte di una crescita del PIL leggermente superiore al previsto (1,1% da 1%) nel 2024, le entrate dovrebbe risultare sensibilmente più basse rispetto a quanto atteso, per via di un minor gettito dall'imposta sul valore aggiunto e da quelle sui redditi e sulle società. Le uscite dovrebbero essere superiori alle attese per via delle spese straordinarie legate alle proteste in Nuova Caledonia e alle elezioni legislative, nonché per una forte ed inattesa crescita della spesa degli enti locali (soprattutto delle regioni).

Deficit (% PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Les Echos, Governo francese, DG Trésor

Debito pubblico (% PIL)



Fonte: Intesa Sanpaolo, Les Echos, Governo francese, DG Trésor

Secondo il Ministero, **in uno scenario a politiche invariate lo scostamento di bilancio potrebbe risultare ancora più ampio nel 2025**, quando la crescita potrebbe risultare più bassa rispetto alle previsioni governative (1,1% vs 1,4%) **e il rapporto deficit/PIL salirebbe al 6,2% contro un obiettivo iniziale di 4,1%** (peraltro, come più volte abbiamo sottolineato in passato, tale target era dipendente da un'ambiziosa e poco realistica spending review). **Il disavanzo continuerebbe a salire anche negli anni successivi, portandosi al 6,7% nel 2026 e al 6,5% nel 2027**, ovvero di fatto certificando l'impossibilità di raggiungere la soglia del 3% del PIL entro il 2027 (come da impegni

governativi), a meno di una drammatica restrizione fiscale. In tale scenario il debito pubblico continuerebbe ad aumentare, fino a superare il 122% del PIL nel 2027.

Per confermare i target del Programma di Stabilità, sarebbero necessarie risorse pari a circa 15 miliardi nel solo 4° trimestre del 2024, e a ben 60 miliardi nel 2025.

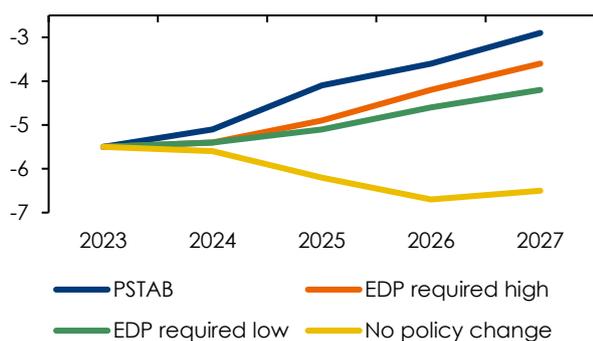
Secondo fonti di stampa, per il 2024 circa 3 miliardi potrebbero venire da una tassa straordinaria sui profitti delle società energetiche e sui buyback di azioni, e i fondi restanti da tagli alle spese già individuati dal Ministero. Tuttavia, un eventuale nuovo Governo potrebbe decidere di sopprimere almeno una parte dei tagli, visto che alcuni di questi (soprattutto quelli al welfare e agli aiuti alle imprese) avrebbero potenzialmente effetti sul consenso da parte dell'elettorato.

**Al momento**, per la prima volta nella V Repubblica, **è il Governo dimissionario che sta lavorando al bilancio**, e ha già provveduto ad inviare ai ministeri le proprie indicazioni sulla spesa; peraltro, è prevista un'inedita opzione legislativa che permetterebbe modifiche da parte di un eventuale nuovo esecutivo. In altri termini, nel caso in cui non dovesse essere nominato un nuovo esecutivo, sarebbe il bilancio "provvisorio" preparato da quello dimissionario ad essere dibattuto all'Assemblea Nazionale.

Per quanto riguarda il **2025**, il Governo uscente dovrebbe aver individuato tagli alla spesa per quasi 15 miliardi. In ogni caso, considerando anche i rischi sul 2024, tali tagli non sarebbero sufficienti, e l'obiettivo di riportare il disavanzo al 4,1% del PIL nel 2025, con un ritorno alla soglia del 3% già nel 2027, appare irrealistico. **Una revisione al rialzo del target sul deficit appare dunque pressoché inevitabile.**

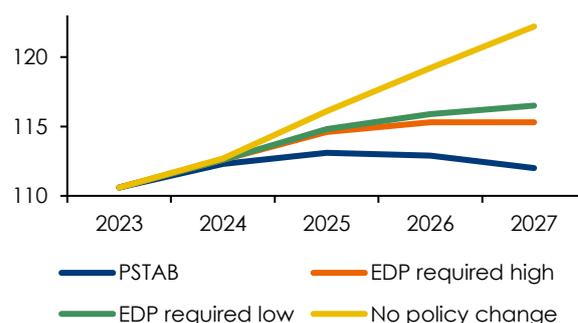
A complicare il quadro è anche la necessità di preparare, entro il 20 settembre, il **Piano Strutturale di Bilancio di medio termine**, da declinare in quattro o sette anni, che rispetti le nuove regole fiscali europee. Se il Piano fosse predisposto dal Governo dimissionario, la sua credibilità sarebbe limitata. In tal senso, non è da escludere che alla Francia, in considerazione della situazione politica contingente, sia concesso più tempo per la predisposizione del piano.

Deficit (% PIL) in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese, DG Trésor

Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese, DG Trésor

La Francia è tra i Paesi sottoposti a **procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo** (EDP) da parte della Commissione Europea. Pertanto, sulla base del nuovo quadro regolatorio UE, sarà necessario un aggiustamento strutturale di almeno mezzo punto di PIL fino al rientro del disavanzo alla soglia del 3% del PIL. **Ipotizzando che il disavanzo si attesti al 5,4% nel 2024**, che equivarrebbe a trovare risorse aggiuntive per circa 5 miliardi, **nel 2025 l'obiettivo sul deficit potrebbe essere alzato di un punto, fino al 5,1%**. Tale ipotesi però, rispetto allo scenario a politiche invariate, renderebbe comunque necessari tagli alla spesa per circa 30 miliardi di euro (oltre un punto di

PIL). Ipotizzando questo tipo di aggiustamento "minimo", che tiene in considerazione anche i fattori mitiganti previsti dal periodo di transizione, non si avrebbe un ritorno del deficit al 3% del PIL prima del 2029: tale traiettoria, sulla base della Debt Sustainability Analysis, potrebbe non essere giudicata sufficiente dalla Commissione Europea. **Il debito pubblico continuerebbe inoltre a salire** fino a sfiorare il 117% del PIL nel 2028. Nel più lungo periodo, sarebbe infine necessario raggiungere un lieve avanzo primario (da un disavanzo vicino a -4% nel 2024) per ottenere la diminuzione media del debito pari ad un punto di PIL all'anno richiesta dalle regole europee.

### **Cosa accade se il budget non viene approvato?**

Nel caso in cui entro il 31 dicembre non dovesse essere approvata alcuna legge di bilancio, si aprirebbe uno scenario inesplorato. Il Ministro delle Finanze Cazenave ha dichiarato che "non esiste uno scenario in cui la Francia viva senza un bilancio approvato". In teoria, in tale eventualità, una volta che tutti gli stanziamenti di spesa siano stati esauriti, non possono essere rinnovati e, senza l'approvazione da parte del parlamento, lo Stato non avrebbe nemmeno l'autorizzazione di riscuotere le imposte.

**Il disegno di legge di bilancio verrà comunque presentato in Parlamento** (dal Governo dimissionario o da un eventuale nuovo esecutivo), **ma il nodo principale è legato alla sua approvazione da parte dell'Assemblea Nazionale.**

Per facilitare l'approvazione, il Governo potrebbe chiedere un voto bloccato sul testo completo o ricorrere all'articolo 49.3, legato ad una mozione di censura, ma nulla vieta al parlamento di bocciare la legge. Inoltre, nel caso in cui fosse il Governo corrente a presentare la legge di bilancio e ne chiedesse l'approvazione attraverso l'articolo 49.3, sussistono dubbi sulla legittimità costituzionale di una mozione di censura su un Governo che è già dimissionario.

Un'alternativa d'urgenza, finora utilizzata solo due volte nella V Repubblica (nel 1962 e nel 1979), potrebbe essere quella di presentare un **bilancio provvisorio speciale** entro dicembre da parte del Governo uscente, che autorizza solo la riscossione delle imposte, il rifinanziamento del debito e le spese minime ritenute essenziali rinnovando gli stanziamenti dell'anno precedente.

In sostanza, lo scenario è molto incerto: **sia che a presentare il budget sia il Governo dimissionario o un nuovo esecutivo, sarà necessario trovare una difficilissima sintesi tra le esigenze da un lato di rispettare le regole fiscali europee, e dall'altro di soddisfare almeno in parte le richieste di un'Assemblea frammentata.** Uno scenario in cui il budget non dovesse essere approvato è poco probabile perché implicherebbe un pericoloso congelamento dell'attività dello Stato a partire dal 1° gennaio 2025, con effetti drammatici sull'economia. Tuttavia, anche l'ipotesi di un bilancio provvisorio di emergenza sarebbe l'evidenza di una grave crisi politica e contribuirebbe a frenare considerevolmente l'attività economica (ma, paradossalmente, potrebbe essere lo scenario più "virtuoso" dal punto di vista del controllo dei conti pubblici). Vista l'elevata frammentazione parlamentare e l'accesa litigiosità politica, non è da escludersi che tra negoziazioni e veti incrociati il voto venga posticipato il più possibile, generando un elevato grado di incertezza sulla politica economica nei prossimi mesi.

## Appendice

### Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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