

Macro Rapid Response

Francia: una manovra di bilancio “draconiana”, i dubbi sono sulla credibilità dell’aggiustamento

Nel disegno di legge di bilancio il Governo francese prevede di ridurre il deficit pubblico al 5% del PIL nel 2025 dal 6,1% atteso per quest'anno. L'aggiustamento rispetto allo scenario tendenziale è pari ad una cifra record di 60 miliardi di euro (quasi il 2% del PIL). Oltre ai dubbi sulla realizzabilità di uno sforzo così importante, si segnala che l'assunzione governativa sulla crescita del PIL per il 2025 (all'1,1%) è ottimistica. Il Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine conferma il rinvio al 2029 del ritorno del disavanzo sotto la soglia del 3% del PIL. Tale programmazione appare formalmente in linea con le nuove regole fiscali europee e più realistica rispetto agli obiettivi del precedente Programma di Stabilità, ma richiede che l'aggiustamento fiscale non si fermi al 2025 ma prosegua nei prossimi anni (il che potrebbe essere a rischio data l'incertezza sugli scenari politici futuri).

In Francia, la **manovra per il 2025** non offre particolari sorprese rispetto a quanto annunciato nei giorni scorsi: il **disavanzo programmatico è pari al 5% del PIL, in calo dal 6,1% atteso quest'anno** (il deficit 2024 era previsto al 5,1% nel Programma di Stabilità dello scorso aprile e al 5,6% solo poche settimane fa), **contro un deficit tendenziale che si attesterebbe al 6,9%**. In sostanza, **il Governo prevede un aggiustamento fiscale senza precedenti rispetto allo scenario a politiche invariate, di entità pari a 60,6 miliardi di euro**.

Nonostante il calo del deficit, il **rapporto debito/PIL** dovrebbe crescere ancora: dal 109,9% del 2023, **è visto salire al 112,9% nel 2024 e al 114,7% nel 2025**.

L'aggiustamento rispetto allo scenario a politiche invariate è pari all'1,9% del PIL. La variazione del saldo strutturale rispetto al 2024 è pari all'1,2% del PIL (nel 2024 si è registrato un allentamento strutturale netto di 0,6 punti), con il disavanzo strutturale previsto a -4,5% da un precedente -5,7%. **Lo sforzo strutturale è stimabile in 42 miliardi di euro** di cui 30 miliardi di maggiori entrate e 12 miliardi di minori spese.

Dal lato delle **entrate**, le risorse necessarie per l'anno prossimo sarebbero reperite con un aumento della tassazione per 13,6 miliardi sulle imprese e per 5,7 miliardi sulle persone fisiche, per un totale di **19,3 miliardi di euro**. Sulla base dei documenti pubblicati dal Governo, gli 8 miliardi di aumento della pressione fiscale per le grandi imprese (con fatturato superiore a 1 miliardo) e i 2 miliardi derivanti dai nuclei familiari più ricchi sono da considerarsi come “straordinari” (ovvero, non strutturali). Altre risorse sul fronte delle entrate dovrebbero essere reperite inasprendo la tassazione finalizzata a favorire la transizione ecologica. Dal lato delle **spese** il Governo prevede tagli per 21,5 miliardi sulle spese dello stato, 14,8 miliardi sul welfare e 5 miliardi sugli enti locali, per un totale di **41,3 miliardi di euro**. I risparmi dovrebbero essere conseguiti attraverso minori consumi delle amministrazioni pubbliche (circa 15 miliardi), la riduzione degli sgravi contributivi, l'indicizzazione ritardata delle pensioni e freni alla spesa sanitaria.

Senza considerare l'elevata frammentazione politica all'interno dell'Assemblea Nazionale, che difficilmente permetterà alla legge di bilancio di essere approvata senza modifiche (anche sostanziali), **le principali criticità sono legate**, come segnalato dall'[Haut Conseil des Finances Publiques](#) (HCFP), **allo scenario macroeconomico e all'effettiva capacità di controllo della spesa**. Il Governo stima, infatti, una **crescita del PIL** nel 2025 stabile all'1,1%: tale assunzione appare **ottimistica**, proprio alla luce della severa restrizione fiscale programmata (la nostra stima, che non scontava una stretta così ampia, era ferma all'1%). Come segnalato dall'HCFP, considerando un moltiplicatore fiscale complessivo pari a 0,5, la crescita del PIL senza aggiustamento fiscale sarebbe stata pari a 1,7% (una stima ben al di sopra di quelle di consenso,

11 ottobre 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

delle principali organizzazioni internazionali e della stessa Banque de France). Anche la previsione d'inflazione per l'anno prossimo (1,8%) si colloca nella fascia alta delle stime di consenso e qualche decimo al di sopra della nostra (1,6%).

Inoltre, dopo che i dati peggiori delle attese per il 2024 sono in buona parte dovuti ad entrate inferiori alle attese, le prospettive sull'anno prossimo restano molto incerte. Infatti, l'aggiustamento dal lato delle entrate per il 2025 (al netto delle misure eccezionali su grandi imprese e ingenti patrimoni) poggia soprattutto sul maggior gettito delle imposte sul valore aggiunto e sui redditi, che potrebbe risultare inferiore alle attese nel caso di una crescita del PIL inferiore al previsto. Infine, l'HCFP lamenta l'**assenza di dettagli sufficienti per valutare il realismo delle proiezioni sul contenimento della spesa, che sono molto consistenti**. In particolare, misure pari a circa 5 miliardi di euro (lo 0,2% del PIL) non sono dettagliate in quanto non contenute nel testo iniziale (verranno introdotte tramite emendamento durante il dibattito parlamentare). In sintesi, **l'Haut Conseil des Finances Publiques ritiene "fragile" la previsione di un deficit pubblico al 5% del PIL nel 2025**.

Per quanto riguarda il **Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine** (nel momento in cui scriviamo non è ancora disponibile il documento completo ma le ipotesi di fondo sono state rese note dall'**Haut Conseil des Finances Publiques nel relativo rapporto**), il deterioramento dei conti pubblici nel 2024 ha reso necessaria una decisa revisione degli obiettivi contenuti nel Programma di Stabilità 2024-27 pubblicato lo scorso aprile. Come previsto, la Francia ha optato per un piano declinato su 7 anni con il **ritorno del disavanzo sotto la soglia del 3% del PIL posticipata dal 2027 inizialmente atteso al 2029**. In particolare, il sentiero delineato prevede un **calo del rapporto deficit/PIL dal 5% stimato per il 2025 al 4,6% nel 2026, al 4% nel 2027, al 3,3% nel 2028 e al 2,8% nel 2029**. Il debito pubblico non dovrebbe iniziare a diminuire, in rapporto al PIL, prima del 2028, e anche nell'ultimo anno dell'orizzonte del piano (2031) è atteso rimanere al di sopra del livello di fine 2024.

Proiezioni governative contenute nel Piano Strutturale di Bilancio di Medio Termine

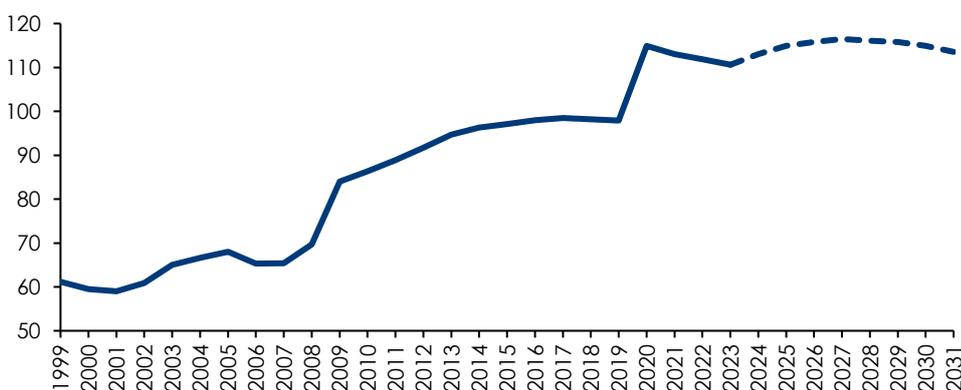
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Real GDP (% y/y)	0.9	1.1	1.1	1.4	1.5	1.5	1.0	1.0	1.0
Inflation (% y/y)	4.9	2.1	1.8	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Primary balance	-3.6	-4.0	-2.7	-2.0	-1.2	-0.3	0.3	1.1	1.8
Interest spending	-1.9	-2.1	-2.3	-2.6	-2.8	-3.0	-3.1	-3.3	-3.5
Budget deficit	-5.5	-6.1	-5.0	-4.6	-4	-3.3	-2.8	-2.2	-1.7
Structural balance	-5.1	-5.7	-4.5	-4.3	-3.9	-3.3	-2.8	-2.2	-1.7
Structural adjustment		-0.6	1.2	0.2	0.4	0.6	0.5	0.6	0.5
Structural primary balance	-3.2	-3.6	-2.2	-1.7	-1.0	-0.3	0.3	1.1	1.8
Primary structural adjustment		-0.4	1.4	0.5	0.7	0.7	0.6	0.8	0.7
Public debt	109.9	112.9	114.7	115.8	116.5	116.1	115.8	114.9	113.5

Nota: dati in % del PIL se non diversamente specificato. Fonte: Intesa Sanpaolo, Haut Conseil des Finances Publiques

La Francia è tra i paesi sotto **procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo** (EDP) e dovrebbe quindi effettuare un aggiustamento strutturale medio annuo di mezzo punto di PIL fino al ritorno del disavanzo sotto la soglia del 3% (fino al 2027 il consolidamento viene ridimensionato per tener conto dell'aumento della spesa per interessi dovuta all'inasprimento della politica monetaria). Una volta conseguito l'obiettivo di deficit, è necessaria un ulteriore aggiustamento per riportare il disavanzo strutturale verso l'1,5% del PIL e per ottenere un calo sostenibile del rapporto debito/PIL in media di un punto all'anno. In base al nuovo quadro regolatorio UE, **il Piano Strutturale di Bilancio potrà essere ridiscusso nel caso di nomina di un nuovo governo**: vista la fragilità dell'esecutivo corrente, ciò aumenta i **dubbi sulla credibilità del percorso fiscale delineato, in particolare nel medio termine**.

Il Piano Strutturale di Bilancio appare **formalmente compatibile con le nuove regole fiscali** europee (tra il 2025 e il 2029 si prevede un aggiustamento medio di 0,6 punti di PIL per il saldo strutturale e di 0,8 punti in termini di saldo primario strutturale). Tuttavia, l'HCFP ha sollevato diverse criticità, lamentando in particolare l'**insufficienza di informazioni sufficienti per valutare il realismo della traiettoria pluriennale di spesa nonché l'assenza di dettagli sulle riforme e gli investimenti** che la Francia si impegnerebbe ad attuare per beneficiare di un'estensione del periodo di aggiustamento da 4 a 7 anni.

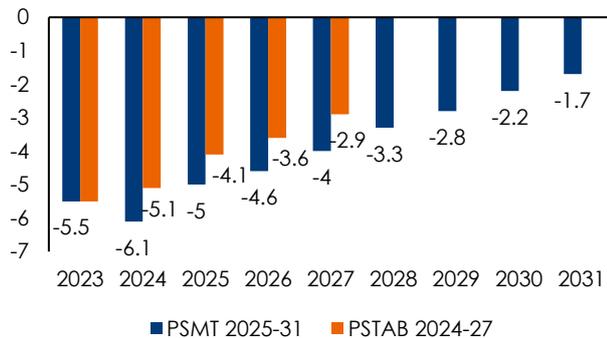
Il rapporto debito/PIL potrebbe non tornare a calare prima del 2028, restando anche nel 2031 al di sopra dei livelli di fine 2024



Fonte: Intesa Sanpaolo, Haut Conseil des Finances Publiques, AMECO

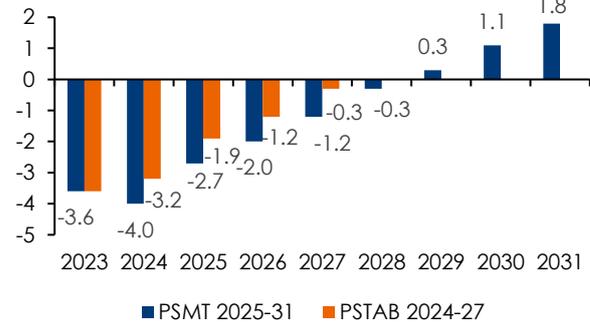
Il ritorno del disavanzo sotto il 3% del PIL nel 2029 è più realistico di quanto previsto dal Programma di Stabilità di aprile, che puntava al raggiungimento del target già nel 2027. Tuttavia, lo sforzo necessario per conseguire l'obiettivo resta molto sfidante. Le previsioni governative ipotizzano infatti un ritorno ad un leggero avanzo primario (0,3% del PIL) nel 2029, con un surplus destinato ad aumentare fino a quasi il 2% del PIL nel 2031: sarebbe una situazione inedita per la Francia negli ultimi 20 anni (secondo le nostre stime, anche nel più lungo termine, per stabilizzare il debito, potrebbe essere richiesto un avanzo primario intorno all'1% del PIL). Tale obiettivo sarebbe necessario per rispettare le regole sul debito e sul saldo strutturale, in un contesto sfidante di aumento della spesa per interessi fino al 3,5% del PIL e di rallentamento del PIL potenziale verso l'1% nel medio termine per via di tendenze demografiche via via meno favorevoli. In altri termini, **i rischi per la finanza pubblica nei prossimi anni sono rilevanti e lo spazio di manovra fiscale è assai angusto.**

Il nuovo Piano Strutturale di Medio Termine posticipa il ritorno del deficit sotto la soglia del 3% del PIL al 2029



Fonte: Intesa Sanpaolo, Haut Conseil des Finances Publiques, Governo francese

L'aggiustamento strutturale richiesto è assai rilevante



Fonte: Intesa Sanpaolo, Haut Conseil des Finances Publiques, Governo francese

Sulla base delle proiezioni contenute nel disegno di legge di bilancio, il Tesoro ha di conseguenza pubblicato le proprie stime sulle [emissioni nel 2025](#). Il fabbisogno dovrebbe calare a 306,7 miliardi di euro dai 319,4 miliardi del 2024 grazie al minor disavanzo. Tuttavia, per via dell'aumento dell'ammontare in scadenza, **le emissioni nette di titoli a medio e lungo termine dovrebbero toccare la soglia record dei 300 miliardi di euro l'anno prossimo, dai 285 miliardi attesi per il 2024**. I dettagli del programma di finanziamento a medio e lungo termine per il 2025 saranno resi noti a dicembre.

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)

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mamei (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mamei@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com