

Macro Rapid Response

Francia: prospettive per la finanza pubblica dopo la caduta del governo Barnier

5 dicembre 2024

L'approvazione della mozione di censura contro il governo Barnier a pochi giorni dalla fine dell'anno senza un budget per il 2025 apre un terreno inesplorato per la Francia durante la V Repubblica. Macron cercherà di nominare un primo ministro al più presto ma non ci sarà comunque abbastanza tempo a disposizione per approvare un nuovo bilancio. La soluzione di breve termine è quindi quella di votare una legge speciale per riproporre sul 2025 gli stanziamenti di spesa contenuti nell'ultimo budget per il 2024, compatibilmente con un disavanzo intorno al 5,9% del PIL. I rischi per tale stima a consuntivo sono verso l'alto. Tale compromesso, oltre ad accentuare la situazione di elevata incertezza sulla politica economica, sarebbe quindi sostenibile solo per qualche mese e l'approvazione di una nuova finanziaria rimane necessaria. La paralisi politica e le accresciute probabilità di nuove elezioni già la prossima estate riducono però lo spazio per un consolidamento fiscale strutturale, probabilmente anche oltre il 2025, che si prospetta dunque come più lento e meno ambizioso rispetto a quello presentato dal governo dimissionario.

Research Department

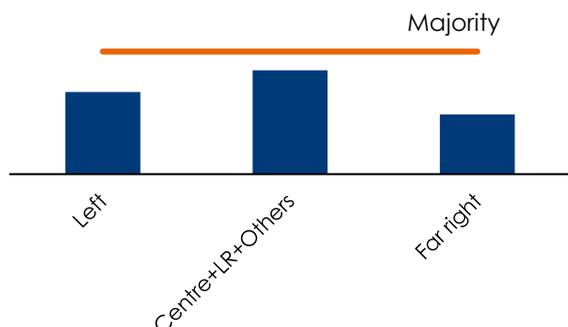
Macroeconomic Research

Andrea Volpi
Economista - Area euro

Per la prima volta dal 1962 **il parlamento francese ha approvato una mozione di censura contro il governo in carica** ed è la prima volta durante la V Repubblica che l'utilizzo dell'articolo 49.3 si traduce in una caduta di un governo. Con le dimissioni di Barnier si apre un terreno inesplorato a pochi giorni dalla fine dell'anno, con il budget ancora da approvare e senza la possibilità di andare a nuove elezioni prima della prossima estate.

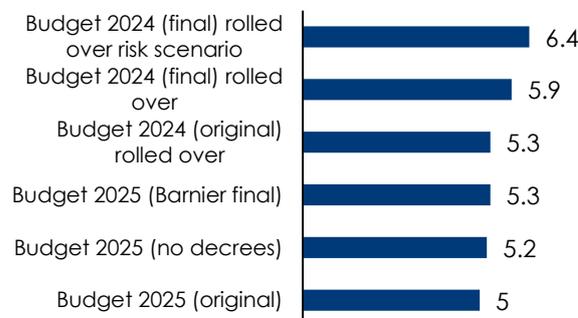
Per quanto riguarda la legge finanziaria, **anche nell'ipotesi di un nuovo governo costituito in pochi giorni** (fonti di stampa suggeriscono che l'obiettivo del presidente Macron è di nominare il primo ministro il prima possibile e stanno già circolando i primi nomi), **non ci sarebbe il tempo effettivo per votare entro fine anno un nuovo budget per il 2025**. La soluzione di breve termine, invocata peraltro dalle opposizioni come migliore alternativa rispetto al disegno di legge di bilancio presentato dal governo uscente, sarebbe quella di approvare, prima del 31 dicembre, una **legge speciale** che permetterebbe, in linea con quanto dettato dalla costituzione e dalla normativa che regola la legge di bilancio, allo stato di continuare a riscuotere le tasse, pagare gli stipendi **e allocare gli stanziamenti di spesa sulla base dell'ultima legge finanziaria approvata**.

L'Assemblea Nazionale è spaccata senza una chiara maggioranza



Fonte: Intesa Sanpaolo, Assemblée Nationale

Indebitamento netto (% PIL) nel 2025 con diverse leggi finanziarie



Fonte: Intesa Sanpaolo, Agence France Trésor

Gli stanziamenti di spesa che verrebbero riproposti sul 2025 sarebbero quelli contenuti nel budget a consuntivo per il 2024 (Projet de loi de finances de fin de gestion), approvato poco prima della votazione della mozione di censura, con **crediti di spesa statale compatibili, sulla base delle stime di crescita e inflazione del governo, con un indebitamento netto al 5,9% del PIL nel 2025**. Il più recente disegno di legge di bilancio, frutto delle concessioni e dei compromessi precedenti alla mozione di censura, sarebbe stato al contrario coerente con un deficit intorno al 5,3%, cioè con una restrizione fiscale comunque più moderata rispetto all'obiettivo iniziale del governo di riportare il disavanzo al 5% del PIL dal 6,1% stimato per il 2024.

Tuttavia, se a prima vista la riproposizione della finanziaria dell'anno precedente non sembra configurare restrizioni fiscali eccessive è importante sottolineare che **l'andamento della finanza pubblica deve essere confrontato con lo scenario a politiche invariate** che, secondo le stime del Tesoro, avrebbe spinto il disavanzo intorno al 7% del PIL. Perciò **nel caso in cui nel 2025 venga "riproposto" il budget del 2024 la dinamica della spesa continuerebbe a crescere in linea con la tendenza a politiche invariate a fronte però di stanziamenti fermi a quelli dell'anno precedente con evidenti rischi al rialzo sull'indebitamento netto**.

In altri termini, **anche a fronte di stanziamenti di bilancio compatibili con un disavanzo al 5,9% del PIL l'assenza di misure di controllo della spesa e di aumento straordinario delle entrate potrebbe spingere, a consuntivo, il deficit nel 2025 fino a oltre il 6% del PIL**.

Per esempio, non ci sarà l'aumento previsto della tassazione sulle imprese e sulle persone fisiche che avrebbero generato gettito aggiuntivo per circa 20 miliardi di euro, mentre dal lato della spesa l'indicizzazione delle pensioni all'inflazione sarebbe completa e non, come previsto dal disegno di legge di bilancio, parziale con un costo aggiuntivo per lo stato pari a 3 miliardi di euro. Inoltre, anche le linee di spesa a tendenza autonoma come gli scatti automatici delle retribuzioni dei dipendenti pubblici genererebbero ulteriori pressioni al rialzo sulla spesa. Al contrario il mancato aggiustamento degli scaglioni per la tassazione sui redditi per tener conto dell'effetto dell'inflazione genererebbe maggiori entrate per circa 4 miliardi di euro ma l'aumento della pressione fiscale, a partire dal prossimo settembre, sarebbe concentrato tra i nuclei familiari a più basso reddito.

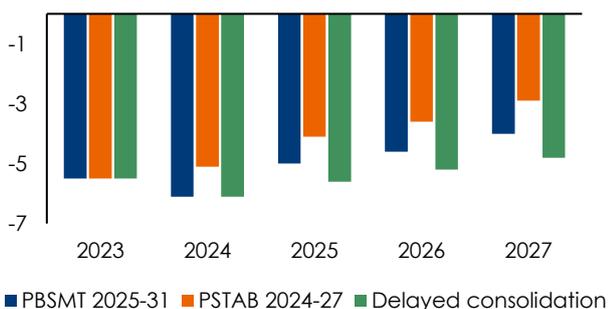
In sintesi, **tale soluzione può essere considerata solo come una misura temporanea e sostenibile solo per qualche mese**. Resta dunque imperativa l'approvazione di un nuovo budget.

Tuttavia, il problema è che in assenza di una chiara maggioranza parlamentare e con l'aumento delle probabilità di nuove elezioni la prossima estate nessun partito appare davvero incentivato a perseguire un consolidamento fiscale strutturale che potrebbe essere molto costoso in termini di consenso. **Dato il poco tempo a disposizione per definire un disegno di legge di finanziaria il prossimo esecutivo potrebbe partire dal budget proposto dal governo dimissionario offrendo però ulteriori concessioni alle** opposizioni. Con l'Assemblea spaccata in tre parti un nuovo governo politico sarebbe infatti molto fragile, con un limitato spazio di manovra, soggetto a nuove mozioni di censura e quindi costretto a nuovi compromessi mentre un esecutivo tecnico sarebbe anch'esso osteggiato dalle opposizioni e con una legittimità ridotta per implementare riforme e misure strutturali. **Ci aspettiamo dunque un rallentamento del percorso di consolidamento fiscale, con una prevalenza di soluzioni temporanee piuttosto che strutturali** (che peraltro era già il caso della proposta del governo uscente) **per ridurre l'indebitamento ed un contesto di instabilità politica almeno fino alla prossima estate** ma che potrebbe protrarsi anche più a lungo vista l'attenzione dei partiti già rivolta verso le elezioni presidenziali del 2027.

La Francia è tra i paesi al momento sotto **procedura d'infrazione per disavanzo eccessivo (EDP)**. La Commissione Europea ha recentemente approvato un Piano Strutturale Fiscale di Medio Termine con molti elementi di criticità e non è detto che la prossima primavera, in fase di

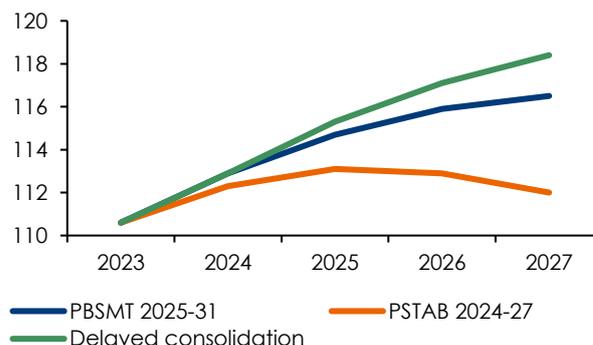
monitoraggio, sia altrettanto indulgente. Pur continuando a rispettare le **regole del Patto di Stabilità il nuovo governo potrebbe attenuare parzialmente la restrizione prevista portando il deficit intorno al 5,6% del PIL nel 2025 e al 5,2% nel 2026**. Tale scenario porterebbe però ad un aumento più accentuato del debito pubblico rispetto a quanto precedentemente stimato che renderebbe necessaria una restrizione molto più severa in futuro.

Aumentano i rischi per un ritardo nel processo di riduzione del deficit (% PIL)



Nota: ipotizziamo un aggiustamento strutturale primario su 7 anni meno ambizioso rispetto al Piano Strutturale di Medio Termine (PBSMT) ma comunque coerente con le nuove regole del Patto di Stabilità e Crescita. Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

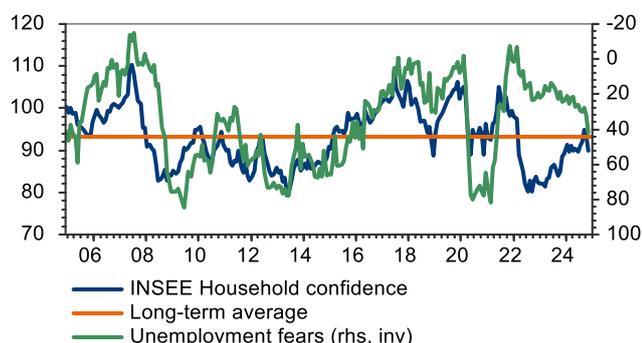
La riduzione del consolidamento fiscale avrebbe implicazioni sfavorevoli anche sul debito pubblico (% PIL)



Nota: ipotizziamo un aggiustamento strutturale primario su 7 anni meno ambizioso rispetto al Piano Strutturale di Medio Termine (PBSMT) ma comunque coerente con le nuove regole del Patto di Stabilità e Crescita. Fonte: Intesa Sanpaolo, Governo francese

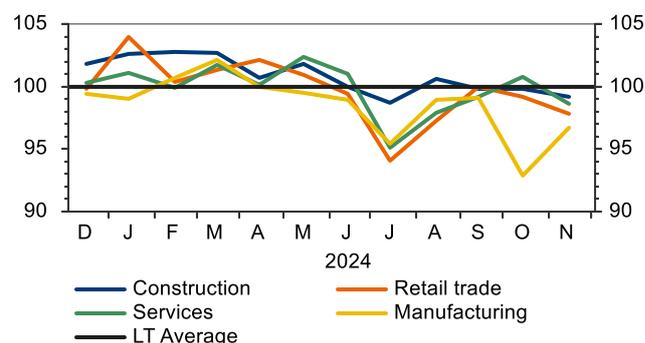
In prospettiva la paralisi politica e le difficoltà nell'approvazione del budget nei prossimi mesi non dovrebbero comunque portare ad una situazione di "shutdown à l'américaine" ma è **possibile che si accentui la situazione di incertezza che sta già iniziando a riflettersi sul morale di famiglie e imprese. Abbiamo di recente ridotto la nostra previsione sul PIL francese nel 2025, a 0,7%** sulla base di un'ipotesi di restrizione fiscale comunque più contenuta rispetto a quanto inizialmente previsto dal governo (ipotizzavamo un disavanzo intorno al 5,5% del PIL) in parte compensata dalla tendenza di chiusura dell'output gap e da una politica monetaria meno restrittiva. Tuttavia, i rischi su tale stima, visti anche gli effetti sulla fiducia di famiglie e imprese, appaiono al momento al ribasso.

L'incertezza sulla politica economica sta iniziando a riflettersi sulla fiducia di consumatori...



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

... e imprese



Fonte: Intesa Sanpaolo, INSEE

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