

Macro Rapid Response

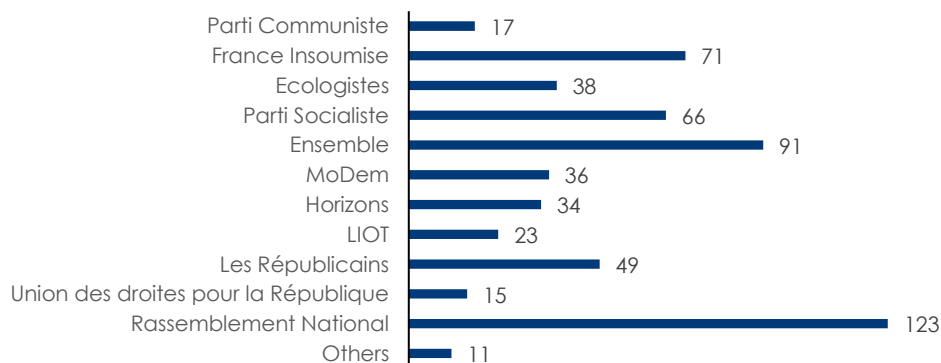
Francia: déjà vu?

L'attesa caduta del governo Bayrou riapre la fase di ricerca di un nuovo Primo Ministro. Un governo di minoranza come quelli che si sono susseguiti negli ultimi 12 mesi è destinato verosimilmente ad avere vita breve. Il tentativo di estendere ai socialisti il perimetro della maggioranza di governo appare invece di non facile realizzazione in quanto richiederebbe importanti compromessi. Non sarà quindi facile trovare una sintesi tra istanze divergenti per la legge di bilancio: il rischio di mancata approvazione del budget entro fine anno non è da sottovalutare. In altri termini, è molto probabile che la correzione fiscale sia meno ampia rispetto a quanto proposto dal governo uscente. Ritardare il consolidamento ha un costo: la nostra analisi di sostenibilità del debito suggerisce che il ritorno del deficit sotto il 3% del PIL non è scontato nemmeno in un orizzonte settennale; nel lungo periodo potrebbe essere necessario un avanzo primario anche solo per stabilizzare il debito.

Come ampiamente atteso, **il Primo Ministro Bayrou non ha ottenuto la fiducia dell'Assemblea Nazionale**. I voti a favore sono stati solo 194 contro 364 contrari e 15 astenuti: solo i partiti centristi e una parte dei deputati del gruppo Les Républicains hanno sostenuto l'esecutivo. Il governo Bayrou, come i precedenti Barnier e Attal, non ha dunque superato l'anno di vita, confermando la fase di instabilità che sta caratterizzando la politica francese.

Oggi Bayrou presenterà le proprie dimissioni, dopo che ieri **Macron ha esplicitato l'intenzione di nominare un Primo Ministro già nei prossimi giorni**. La volontà del Presidente della Repubblica di accelerare il processo di formazione di un nuovo governo è spiegata dall'avvicinarsi della scadenza per presentare il disegno di legge di bilancio, nonché dall'imminenza dello sciopero generale indetto dai sindacati il 18 settembre.

Composizione dell'Assemblea Nazionale (numero di seggi, partiti ordinati da sinistra a destra)



Fonte: Assemblée Nationale

Non sarà facile per Macron individuare una personalità in grado di ottenere la maggioranza assoluta (288 voti) all'interno di un parlamento molto frammentato. Nonostante il fallimento dei precedenti governi di minoranza, non è comunque ancora da escludere la nomina di un Primo Ministro proveniente dalle fila "macroniane", che però potrebbe rendere il governo ancor più vulnerabile alle mozioni di censura e con poche probabilità di approvare un budget entro fine anno. Tra le ipotesi che hanno iniziato a prendere forza negli ultimi giorni anche il tentativo di guardare verso la sinistra moderata, in particolare ai socialisti. Da un punto di vista meramente numerico, per disporre della maggioranza assoluta dei voti dell'emiciclo **occorrerebbe una coalizione molto ampia ed eterogenea, che spaziassse da socialisti ed ecologisti fino alla destra**

9 settembre 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

moderata (Les Républicains), **includendo i partiti “macronisti” di centro-destra** (Ensemble, MoDem, Horizons) con l'eventuale supporto aggiuntivo di alcuni dei centristi indipendenti di LIOT.

Tuttavia, **la politica francese è poco avvezza alla formazione di grandi coalizioni e non sarà facile trovare una sintesi tra posizioni e interessi divergenti, soprattutto per quanto riguarda la declinazione della manovra fiscale. Peraltro, lo stesso Macron e i partiti della sua area hanno dimostrato una flessibilità limitata nell'offrire soluzioni in grado di raccogliere un consenso multilaterale, e per tutti i partiti sembrano esserci pochi incentivi per diluire le proprie posizioni e accettare dei compromessi.** Perché i socialisti accettino di entrare nel governo, o di supportarlo esternamente attraverso un patto di non censura, sarebbero probabilmente necessarie alcune scelte politiche invise ai partiti di centrodestra: ad esempio, nei giorni scorsi i socialisti hanno presentato una proposta di finanziaria che dimezza lo sforzo proposto dal governo uscente e che consiste soprattutto in un aumento delle entrate, ma i partiti di centro-destra preferirebbero orientarsi su tagli alla spesa. Anche Les Républicains, sia pur con voci dissonanti al proprio interno, hanno espresso scetticismo circa una eventuale collaborazione con i socialisti.

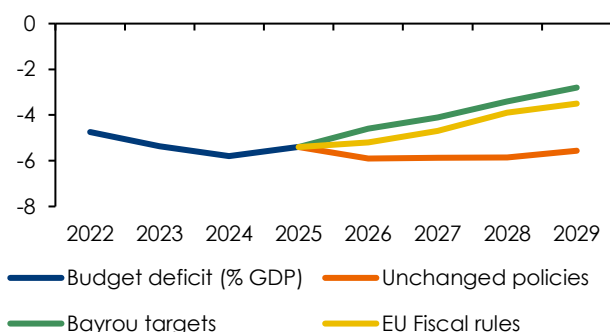
Al momento, resta **meno probabile lo scioglimento del Parlamento con conseguente indizione di nuove elezioni**, anche perché è molto probabile che l'esito finale sia la conferma di un parlamento molto frammentato senza una chiara maggioranza, e ciò rallenterebbe ulteriormente l'iter di approvazione della legge di bilancio. Altre ipotesi, a nostro avviso ancora meno probabili, sono le dimissioni di Macron o il successo della mozione di destituzione ventilata dai deputati de La France Insoumise (LFI).

Le prospettive per il budget 2026 e la finanza pubblica

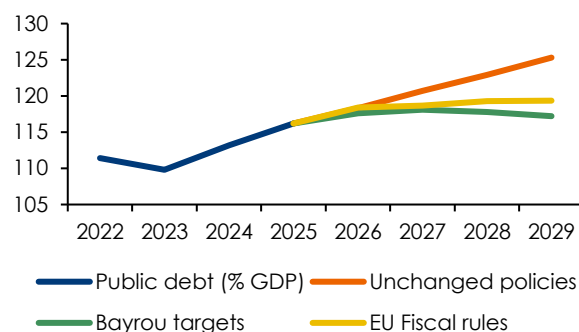
Tipicamente il disegno di legge di bilancio viene depositato in parlamento entro il primo martedì di ottobre (dunque, quest'anno, il 7 ottobre), ma la data limite per l'approvazione entro fine anno potrebbe essere quella del 13 ottobre. Peraltro, l'anno scorso la mancata approvazione del bilancio ha avuto implicazioni meno severe rispetto a quanto temuto, anche perché il parlamento ha varato una **legge speciale per garantire il funzionamento dello Stato fino all'approvazione del budget effettivo** che è arrivata solo a febbraio. **È pertanto possibile che ciò possa accadere anche nel 2026.** In questa eventualità, i limiti alla spesa potrebbero paradossalmente favorire il consolidamento di bilancio nel breve termine, anche se i rischi sul lungo periodo resterebbero invariati.

A nostro avviso, **i rischi di sfioramento degli obiettivi di deficit restano limitati quest'anno** (la nostra previsione è al 5,5% del PIL contro il 5,4% governativo), **ma si aggravano per l'anno prossimo, visto che la restrizione proposta dal governo dimissionario Bayrou, già ambiziosa, ha ora ancor meno chance di essere approvata integralmente.**

Bayrou aveva presentato a luglio una prima proposta di budget con un indebitamento netto programmatico atteso in calo al 4,6% del PIL nel 2026. **Rispetto ad uno scenario tendenziale**, la manovra avrebbe dovuto reperire risorse fino a circa 40 miliardi di euro; aggiungendo le spese aggiunte per la difesa (3,6 miliardi), la correzione totale proposta ammontava a ben **43,8 miliardi** (l'1,4% del PIL). Il disavanzo sarebbe poi dovuto calare al 4,1% nel 2027, al 3,4% nel 2028 e al 2,8% nel 2029, un consolidamento compatibile con un saldo primario in progressivo miglioramento fino a raggiungere un surplus dello 0,6% del PIL nel 2029 (più o meno la soglia necessaria per stabilizzare il debito in rapporto al PIL).

Disavanzo pubblico (% PIL) in diversi scenari

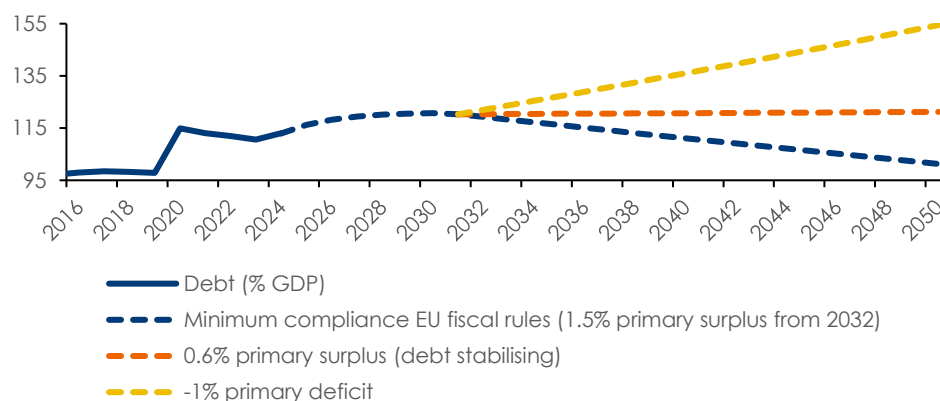
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

In sintesi, nell'incertezza sulla formazione di un prossimo governo, ma **un attenuamento della stretta fiscale inizialmente prevista appare pressoché inevitabile, almeno fino alle prossime elezioni presidenziali del 2027**. Per il momento, **assumiamo l'ipotesi di lavoro che nel biennio 2026-27 l'aggiustamento fiscale sia appena sufficiente per rispettare le regole del nuovo Patto di Stabilità e Crescita** (un disavanzo intorno al 5,2% del PIL nel 2026 e al 4,7% nel 2027). Questo profilo per il deficit non basterebbe però ad impedire un aumento del **debito pubblico, che potrebbe attestarsi intorno al 119% del PIL entro il 2027**.

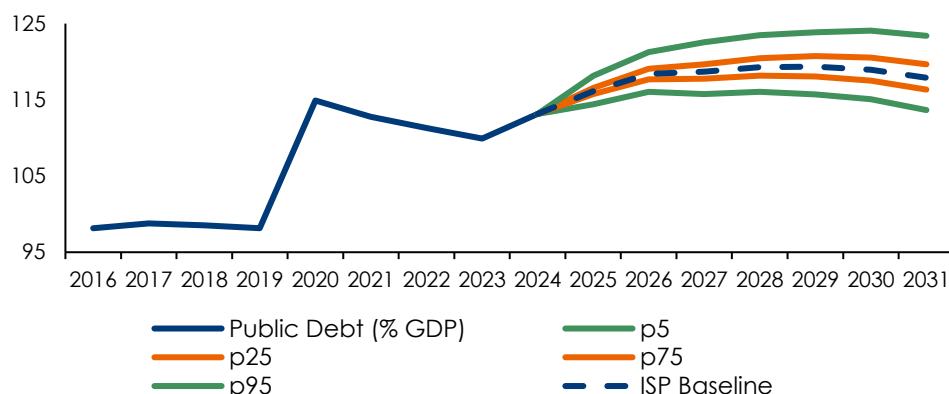
La più recente **proposta del Partito Socialista** sembra andare in questa direzione. È stato presentato un progetto di manovra da circa 22 miliardi compatibile con un deficit poco sopra il 5% del PIL. Come detto, tale proposta dimezzerebbe l'impegno previsto da Bayrou, ma, essendo sbilanciata sul lato delle entrate, potrebbe non riscuotere il consenso dei partiti di centro-destra, che preferirebbero concentrarsi su tagli alla spesa.

Nel lungo periodo potrebbe essere necessario un avanzo primario anche solo per stabilizzare il rapporto debito/PIL

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Ritardare il consolidamento fiscale, però, aumenta i rischi per gli anni successivi: nel lungo periodo sarebbe necessario un avanzo primario di almeno lo 0,7% del PIL perché il debito si stabilizzi, e di almeno 1,5% perché il debito scenda in media di un punto all'anno come prescritto dalle regole fiscali europee. Questo percorso appare molto sfidante (sono oltre vent'anni che la Francia non registra un surplus primario). Al contrario, ipotizzando un ritorno ad un disavanzo primario di -1%, il debito potrebbe superare il 150% del PIL entro il 2050.

Analisi di sostenibilità del debito



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Anche la nostra **analisi di sostenibilità del debito**, che assume come scenario centrale un aggiustamento strutturale medio pari a quello minimo richiesto dalle regole fiscali europee, evidenzia come i rischi per la tendenza del debito pubblico siano prevalentemente verso l'alto: **anche soltanto riportare il deficit sotto la soglia del 3% e stabilizzare il rapporto debito/PIL appare sfidante.**

In sintesi, in vista delle elezioni comunali in calendario a marzo 2026, e soprattutto delle presidenziali previste nella primavera del 2027, **gli incentivi politici per avviare un percorso di consolidamento fiscale appaiono bassi per la maggior parte dei partiti.**

La formazione di un governo e l'approvazione della finanziaria per il 2026 non sarà un processo facile in quanto potrebbe richiedere compromessi significativi, che i partiti non sembrano intenzionati a raggiungere.

Non si può quindi escludere che la legge di bilancio non venga approvata entro fine anno.

Più in generale, appare inevitabile un attenuamento della restrizione fiscale rispetto a quella presentata dal governo dimissionario, ma rimandare parte del consolidamento non fa che aumentare i rischi sui saldi di finanza pubblica nel lungo periodo.

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 LSEG 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

Alessio Tiberi

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

Mario Di Marcantonio

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

Allegra Fiore

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

Alessia Gavazzi

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

andrea.volpi@intesasnpaolo.com