

Macro Rapid Response

Francia: un passo in avanti ma la strada resta lunga

L'Assemblea Nazionale ha approvato, con un margine piuttosto risicato, il PLFSS (il budget della Sécurité Sociale), un testo compatibile con un deficit di circa 20 miliardi di euro rispetto ai 17,5 miliardi obiettivo iniziale del Governo. Il documento verrà ora riesaminato dal Senato, ma l'ultima parola spetterà ancora all'Assemblea. L'esito della votazione conferma la capacità dell'esecutivo di trovare una sintesi tra diverse esigenze partitiche, anche a costo di un consolidamento fiscale meno ambizioso rispetto a quanto prefissato. Nel frattempo, proseguono i lavori parlamentari sul budget dello Stato (il PLF), per il quale la possibilità di un accordo in breve tempo è inferiore e le posizioni dei partiti più distanti. Diventa sempre più probabile l'applicazione di una legge speciale, come avvenuto per il 2025, per permettere alle negoziazioni sul PLF di proseguire anche oltre la fine dell'anno. Tuttavia, affinché un accordo venga poi raggiunto, un nuovo allentamento della restrizione inizialmente prevista appare inevitabile.

L'Assemblea approva il PLFSS

Con 247 voti a favore, 234 contrari e 93 astenuti, l'Assemblea Nazionale ha approvato il disegno di legge del Projet de Loi de Financement de la Sécurité sociale (PLFSS), ovvero il capitolo del bilancio pubblico relativo al welfare (che include la spesa sociale, le pensioni e la sanità). Lo scorso venerdì l'Assemblea aveva già approvato la sezione relativa alle entrate, ma l'approvazione del testo complessivo non era scontata, dopo che i partiti di centrodestra avevano lamentato un eccessivo sbilanciamento del Governo verso le richieste dei socialisti.

Oltre ai voti dei partiti centristi che fanno parte della compagine di Governo (Ensemble e MoDem), **l'approvazione è giunta grazie al voto favorevole dei socialisti e di LIOT, nonché all'astensione di gran parte degli ecologisti, dei repubblicani** (dove sono stati registrati anche un buon numero di voti a favore) **e dei membri di Horizons**, il partito di Edouard Philippe che, la scorsa settimana, era stato tra i primi a sollevare dubbi sull'approvazione del PLFSS. Hanno invece votato contro la destra estrema (RN e UDR) e la sinistra radicale (LFI e GDR).

Nonostante il voto favorevole, **il lavoro parlamentare per la promulgazione del PLFSS non è ancora terminato e riprenderà subito la "navetta parlamentare" con il ritorno del testo al Senato** che dopo la prima lettura aveva già ampiamente modificato il documento (cancellando, per esempio, la sospensione della riforma delle pensioni). Tuttavia, questa volta, in caso di modifiche significative da parte della Camera alta del Parlamento, non si dovrà passare attraverso la Commissione mista paritaria composta da deputati e senatori, **ma sarà l'Assemblea a pronunciarsi in via definitiva**. Secondo quanto riportato da fonti di stampa (Le Monde), la lettura definitiva potrebbe aver luogo il 16 dicembre. In sintesi, non si possono escludere nuovi lievi cambiamenti e anche l'esito della votazione definitiva potrebbe essere in bilico, ma alla luce del voto di martedì, un esito favorevole appare più probabile.

Sulla base del testo votato, **il deficit della Sécurité Sociale nel 2026 si attesterebbe a circa 20 miliardi di euro, dopo i quasi 25 miliardi previsti per il 2025** (andrebbero conteggiati ulteriori 4 miliardi che, come già avvenuto in passato, sono stati trasferiti al bilancio dello stato ancora in discussione). **Si tratterebbe di un allentamento della restrizione inizialmente prevista dal testo originario del Governo, che prevedeva un disavanzo di 17,5 miliardi**, ma comunque di un miglioramento rispetto ai 30 miliardi di euro stimati in uno scenario a politiche invariate, che si concretizzerebbe in assenza di approvazione della legge e senza ulteriori misure correttive approvate per decreto.

10 dicembre 2025

Research Department

Macroeconomic Research

Andrea Volpi

Economista - Area euro

In sintesi, il PLFSS non è ancora entrato in vigore, saranno necessari altri passaggi parlamentari ma l'esito della votazione del 9 dicembre certifica la **capacità dell'esecutivo di scendere a compromessi** e di trovare una sintesi tra le varie richieste dei diversi partiti, **anche al costo di un consolidamento fiscale meno ambizioso rispetto a quanto inizialmente previsto**.

Ancora molte le incognite sul PLF

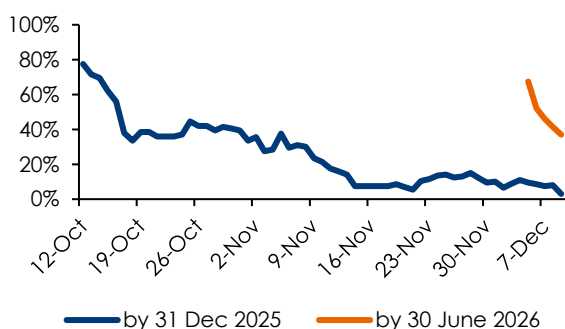
Superato il primo scoglio del PLFSS non è scontato che anche il Projet de Loi de Finances (PLF), il bilancio dello Stato, al momento esaminato dal Senato dopo la bocciatura dell'Assemblea, **venga approvato in tempi brevi in quanto al momento il divario tra gli obiettivi del Governo e le richieste dei partiti di sinistra, sempre più necessari per l'approvazione, è maggiore**.

Il 22 novembre l'Assemblea Nazionale ha infatti respinto il testo del PLF frutto del lavoro parlamentare sugli emendamenti. Peraltro, alcune misure, soprattutto quelle riguardanti l'aumento della tassazione, presentavano dei potenziali rischi di incostituzionalità che, se escluse, avrebbero spinto il disavanzo programmatico oltre il 5% del PIL. Il Senato sta quindi esaminando il testo originario presentato dal Governo a ottobre, compatibile con un disavanzo programmatico intorno al 4,7% del PIL, con votazione calendarizzata per 15 dicembre (che non dovrebbe riservare sorprese). Il testo risultante verrà esaminato da una Commissione Mista Paritaria formata da deputati e senatori, con l'obiettivo di trovare un documento di compromesso che possa essere votato dall'Assemblea.

L'incognita principale riguarda la capacità del Parlamento di raggiungere un accordo entro il 23 dicembre, data entro la quale il bilancio deve essere approvato affinché possa entrare in vigore all'inizio del 2026. Finora, la metodologia adottata, ovvero l'affidarsi a maggioranze variabili e composite per approvare o bocciare i singoli emendamenti, si è rivelata fallimentare. Per questo motivo, potrebbe essere necessario un maggiore coordinamento tra i partiti centristi e la sinistra moderata, senza però dimenticare le esigenze dei gruppi di centrodestra in una complessa operazione di bilanciamento.

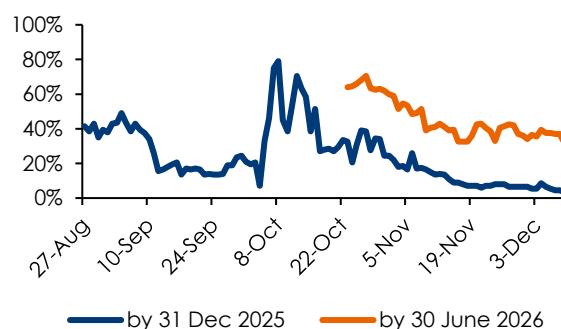
Tuttavia, a poche settimane dalla scadenza, **il protrarsi delle trattative riduce la probabilità di approvazione del bilancio entro fine anno**. L'Esecutivo ha infatti escluso, almeno per il momento, il ricorso a misure "forzate" per far passare il bilancio, ossia l'utilizzo dell'articolo 49.3 e l'approvazione per decreto tramite l'articolo 47, così da ridurre le leve a disposizione dei partiti per far cadere il Governo. **Non si può quindi escludere il rischio di una legge speciale** (la cui scadenza teorica per il deposito è il 19 dicembre per essere votata entro il 31 dicembre) **per garantire il funzionamento dello Stato anche senza budget, come è già avvenuto quest'anno, e di un'estensione dei lavori parlamentari ai primi mesi del 2026**.

Probabilità di dimissioni del Primo Ministro Lecornu scontate dai prediction markets



Fonte: Intesa Sanpaolo, Polymarket

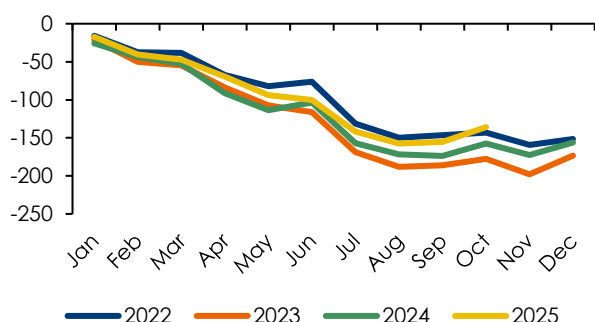
Probabilità di elezioni anticipate scontate dai prediction markets



Fonte: Intesa Sanpaolo, Polymarket

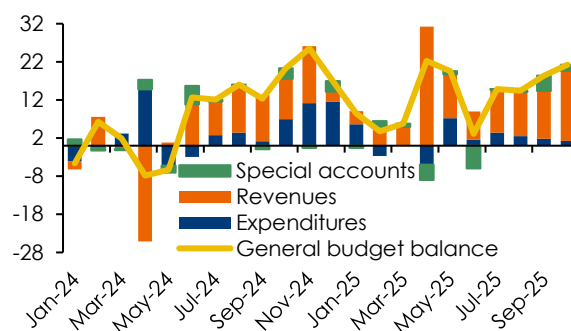
Nel nostro scenario centrale assumiamo che un accordo verrà raggiunto con l'entrata in vigore del bilancio tra fine 2025 o, più probabilmente, i primi mesi del 2026. Sulla base dei dati di crescita del PIL e dei saldi mensili di finanza pubblica dello stato centrale riteniamo che il target del deficit pari al 5,4% del PIL nel 2025 non sia a rischio, con un miglioramento rispetto allo scorso anno in gran parte dovuto alle maggiori entrate. Per quanto riguarda invece il 2026 continuiamo a ritenere che affinché un accordo venga raggiunto potrebbe essere necessario un aumento del disavanzo programmatico dal 4,7% del PIL inizialmente suggerito dal Governo ad almeno il 5% (la nostra previsione di deficit per il 2026 è di 5,2%).

Andamento cumulato del disavanzo dello stato centrale



Nota: dati in miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, Ministère de l'Économie et des Finances

Contributi all'evoluzione annua del disavanzo dello stato centrale



Nota: dati in miliardi di euro. Fonte: Intesa Sanpaolo, Ministère de l'Économie et des Finances

Il bilancio per quest'anno è stato approvato a metà febbraio, ma **non si può escludere che, con l'avvicinarsi delle elezioni locali di marzo, la tensione politica torni a salire e i partiti siano meno incentivati a raggiungere un accordo, prolungando le trattative ed estendendo l'applicazione della legge speciale**. In questo scenario alternativo, le implicazioni per la finanza pubblica sarebbero ambigue: la legge speciale prevede una proroga delle imposte e un congelamento delle spese sui livelli del 2025 (con l'eccezione di quelle per il welfare, regolate dal PLFSS, e degli interessi). Anche eventuali aumenti straordinario della tassazione o nuove misure di controllo della spesa non entrerebbero però in vigore.

Nel caso di un'applicazione temporanea, non superiore a un paio di mesi come nel 2025, l'impatto sarebbe complessivamente trascurabile. Al contrario, riteniamo che, nel complesso, in caso di un ricorso prolungato, la legge speciale avrebbe un effetto di controllo sull'indebitamento netto. Tuttavia, in questo caso, il Parlamento potrebbe intervenire tramite decreti per aumentare i crediti di spesa o modificare la tassazione in modo da compensarne l'effetto naturalmente restrittivo e limitare, di conseguenza, il consolidamento fiscale in un contesto però di maggiore incertezza.

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesaspanpaolo.com) - 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 SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 dal Research Department di Intesa Sanpaolo SpA, 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 SpA 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 SpA, 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 separatezza 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 e 2242 ove applicabile, 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 SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA 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, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA 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

Allegra Fiore

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

allegra.fiore@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com