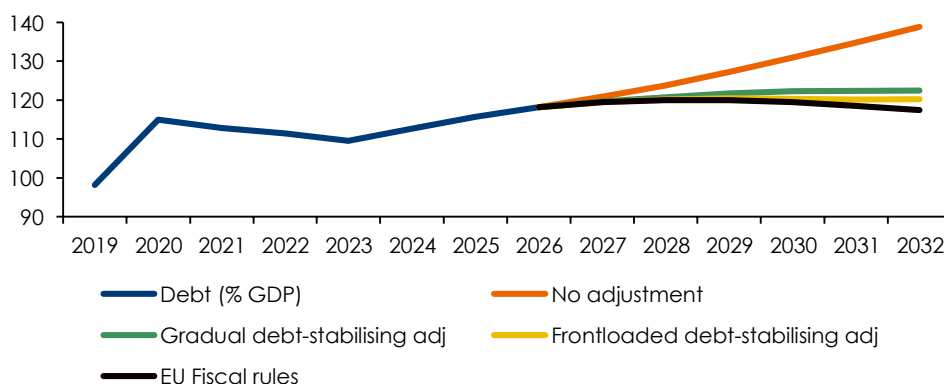


Focus Francia
Verso le Presidenziali, tra rischi fiscali e politici

I francesi torneranno alle urne nella primavera del 2027 per le elezioni presidenziali, alle quali seguiranno probabilmente elezioni legislative anticipate. Il voto si terrà in un contesto politico altamente frammentato: al primo turno, Marine Le Pen è nettamente in testa nelle intenzioni di voto, mentre l'esito del ballottaggio è più incerto. Le incognite non riguardano solo chi sarà il prossimo capo dello Stato, ma anche la capacità della nuova Assemblea Nazionale di esprimere una maggioranza stabile. Un Parlamento ancora frammentato potrebbe infatti ostacolare il già difficile percorso di aggiustamento fiscale. In uno scenario a politiche invariate, il deficit potrebbe avvicinarsi al 7% del PIL e il debito potrebbe raggiungere il 130% del PIL entro il 2030.

- I sondaggi evidenziano che Marine Le Pen è in netto vantaggio al primo turno, ma l'esito del ballottaggio contro un candidato centrista è incerto; un confronto con Mélenchon sarebbe invece nettamente più favorevole al Rassemblement National (RN).
- I principali programmi elettorali presentano problemi di credibilità fiscale: la piattaforma di La France Insoumise (LFI), se interamente implementata, comporterebbero rischi al rialzo per il deficit. Viceversa, anche per quei candidati che promettono una riduzione dell'indebitamento, gli obiettivi sembrano comunque ambiziosi.
- La frammentazione politica aumenta l'incertezza sull'accesso al secondo turno e potrebbe portare, dopo il voto presidenziale, a un'Assemblea Nazionale ancora senza una maggioranza stabile, con il rischio di ostacolare il percorso di consolidamento dei conti pubblici.
- Sul fronte fiscale, permangono rischi sul raggiungimento dell'obiettivo di deficit per il 2026, e si avvicinano le negoziazioni per l'approvazione della legge di bilancio per il 2027. Per evitare di dover ricorrere, per il terzo anno consecutivo, alla legge speciale, il Governo sembra intenzionato a ridimensionare drasticamente le proprie ambizioni e a puntare a un deficit programmatico solo marginalmente inferiore al 5% del PIL.
- Anche se si raggiungesse un accordo sul budget per il prossimo anno, le incognite principali riguarderebbero gli anni successivi. In uno scenario tendenziale, il deficit potrebbe avvicinarsi al 7% del PIL e il debito potrebbe raggiungere il 130% del PIL entro il 2030, anche a causa dell'aumento progressivo della spesa per interessi. Il pieno rispetto delle regole fiscali europee sembra un obiettivo eccessivamente ambizioso, ma anche la semplice stabilizzazione del debito richiederebbe uno sforzo notevole.

31 agosto 2026
Research Department
Macroeconomic Research
Andrea Volpi
Economista - Area euro

Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari di aggiustamento fiscale


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Verso le Presidenziali: chi sono i principali sfidanti di Marine Le Pen?

Il primo turno delle Presidenziali è stato calendarizzato per il 18 aprile, seguito dall'eventuale ballottaggio il 2 maggio.

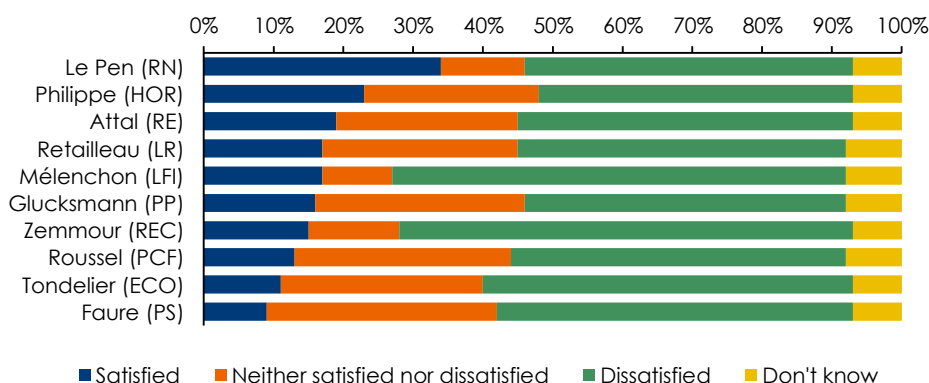
Intenzioni di voto al primo turno delle elezioni presidenziali in diversi scenari di candidati

	Risultati nel 2022	Philippe candidato di centro	Attal candidato di centro	Sia Philippe che Attal candidati
Arthaud (LO)	1%	1%	1%	1%
Mélenchon (LFI)	22%	17%	17%	16%
Roussel (PCF)	2%	3%	2%	2%
Tondelier (ECO)	Yadot (4.6%)	3%	3%	3%
Glucksmann (PP)	Hidalgo - PS (1.8%)	10%	11%	10%
Attal (REN)	Macron (27.9%)	-	15%	8%
Philippe (HOR)	-	17%	-	14%
Retailleau (LR)	Pécresse (4.8%)	7%	9%	6%
Le Pen (RN)	23%	35%	37%	35%
Zemmour (REC)	7%	4%	3%	3%
Altri		3%	3%	3%

Nota: sondaggi aggiornati al 24 agosto. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Harris Interactive

Secondo i sondaggi sulle intenzioni di voto, **è quasi certo che Marine Le Pen arrivi al secondo turno**, come già avvenuto nel 2017 e nel 2022. A differenza delle precedenti tornate elettorali, questa volta, però, saranno gli altri candidati a inseguirla. Si sta infatti delineando **una forte competizione per individuare la figura che potrà essere designata dagli elettori come principale alternativa al Rassemblement National**. Nei prossimi otto mesi molto può cambiare, eppure il quadro attuale riflette la percezione diffusa che i partiti siano sempre più in difficoltà nell'individuare una strategia efficace e un candidato credibile per arginare la crescita dei consensi di RN. Le diverse forze politiche stanno infatti procedendo in ordine sparso, spesso frenate da divisioni interne, con un numero elevato di possibili candidati e il rischio concreto che l'accesso al secondo turno sia deciso da margini ridotti. In ogni caso, a conferma della sfiducia dei francesi nel contesto politico attuale, i sondaggi mostrano che la maggior parte degli elettori ritiene che nessuno degli attuali candidati sarebbe un buon presidente.

Soddisfazione da parte degli elettori circa l'elezione a Presidente di alcune personalità politiche



Fonte: Intesa Sanpaolo, Ipsos-bva

Marine Le Pen resta in vantaggio per il primo turno

Marine Le Pen, leader del Rassemblement National (RN), si candiderà alle elezioni presidenziali, nonostante la condanna per appropriazione indebita di fondi europei. A luglio, la Corte d'Appello ha ridotto la pena da quattro a tre anni di carcere, di cui due sospesi con la condizionale e il resto da scontare con il braccialetto elettronico. È stata inoltre ridotta da 60 a 45 mesi l'interdizione dai pubblici uffici, di cui 30 mesi con la condizionale, limitando così

l'ineleggibilità a soli 15 mesi, già scontati in quanto conteggiati a partire da marzo 2025. In virtù della riduzione della pena, Le Pen ha dichiarato che farà ricorso in Cassazione; tale scelta porterà alla sospensione temporanea della condanna, consentendole di candidarsi alle prossime elezioni presidenziali e di iniziare la campagna elettorale senza restrizioni. La sentenza della Corte di Cassazione dovrebbe arrivare entro l'inizio di aprile 2027, ovvero prima del voto. Qualora anche la Cassazione dovesse confermare la condanna, Le Pen dovrebbe concludere la campagna elettorale indossando il braccialetto elettronico, ma potrebbe anche chiederne la sospensione temporanea. Se venisse eletta, la pena verrebbe sospesa in virtù dell'immunità presidenziale. Marine Le Pen non sarebbe invece eleggibile se la Corte di Cassazione dovesse ripristinare la condanna emessa in primo grado. Tuttavia, secondo alcuni giuristi, il precedente non sarebbe applicabile al caso Le Pen poiché la Cassazione non dovrebbe tornare a pronunciarsi sul merito dei fatti.

Sul fronte politico, nonostante la condanna, Le Pen non sembra perdere slancio nei sondaggi e risulta, anzi, ampiamente in testa al primo turno con circa il 35% delle intenzioni di voto. **Il RN è quindi ormai diventato un partito in grado di attrarre elettori con profili eterogenei**, non più confinati esclusivamente nel nucleo della destra estrema concentrato nelle aree rurali, in quelle deindustrializzate e nel sud del Paese. In particolare, gli elettori moderati o poco politicizzati, delusi e in difficoltà economiche, che non avevano mai votato per il movimento, ma che ormai considerano il RN una scelta possibile, rappresentano un bacino elettorale potenzialmente ampio.

Restando nel campo dell'estrema destra, Nicolas Dupont-Aignan (DLF) dovrebbe candidarsi per la quarta volta ed è possibile che anche Éric Zemmour (REC) possa tornare a correre. Tuttavia, i sondaggi suggeriscono che quest'ultimo difficilmente riuscirà a ripetere l'exploit del 2022, quando raccolse il 7% dei voti al primo turno.

Destra moderata e centro: testa a testa tra Philippe e Attal

Nel centro-destra i principali candidati sono i due ex primi ministri Édouard Philippe (Horizons, HOR) **e Gabriel Attal** (Renaissance, REN), seguiti dal presidente dei Républicains Bruno Retailleau (LR).

Retailleau può contare sul forte radicamento territoriale del suo partito e sulla rete di amministratori locali che da sempre caratterizza LR, ma nei sondaggi resta stabilmente sotto il 10%. Inoltre, alcuni esponenti di primo piano della sua stessa area politica hanno manifestato sostegno ad altri candidati o ventilato una propria candidatura. La debolezza risente del progressivo ridimensionamento dello spazio elettorale dei repubblicani, il cui tradizionale bacino di voti si è in parte spostato verso il RN o verso l'area centrista. Sono infatti i due candidati di centro, Philippe e Attal, a raccogliere i maggiori consensi nell'area di centro-destra.

Philippe era inizialmente considerato il candidato meglio posizionato, in quanto percepito come in grado di attrarre sia gli elettori moderati dei Républicains, sia i delusi passati al Rassemblement National, nonché i centristi provenienti dal macronismo. Al contrario, Gabriel Attal potrebbe essere penalizzato dalla continuità con l'esperienza politica di Macron (anche Philippe è stato primo ministro tra il 2017 e il 2020, ma il suo operato è valutato come relativamente più positivo), e attinge principalmente all'elettorato centrista. **La candidatura di due politici molto ambiziosi ma non particolarmente carismatici, appartenenti alla stessa area politica, rischia peraltro di diluirne il consenso, riducendo la probabilità di accesso da parte di un candidato di centro-destra al secondo turno.** Per questo motivo, durante la primavera sono emerse indiscrezioni secondo cui, all'inizio del 2027, **il candidato con minore sostegno potrebbe ritirarsi a vantaggio di quello con maggiori possibilità di vittoria.** Prima dell'estate, quasi il 50% dei francesi riteneva che sarebbe stato Attal a ritirarsi; tuttavia, egli ha intensificato la propria campagna elettorale negli ultimi mesi, con il **rischio che non emerga un chiaro vantaggio da parte di uno dei due candidati nei prossimi mesi.**

La sinistra: Mélenchon lancia la quarta candidatura alle presidenziali. Un candidato socialdemocratico alternativo può essere competitivo?

A sinistra, **Jean-Luc Mélenchon ha già lanciato la sua quarta campagna presidenziale**. Al voto del 2017 e del 2022, il leader de La France Insoumise è stato il candidato di sinistra che ha ottenuto più voti, ma non è riuscito ad accedere al secondo turno. I sondaggi attuali lo vedono in crescita ma ancora sotto il picco del 22% raggiunto nel 2022. Tuttavia, va ricordato che anche nella precedente tornata elettorale la sua candidatura partì da livelli di consenso relativamente bassi, per poi mostrare una netta accelerazione negli ultimi mesi di campagna. **Mélenchon resta peraltro una figura assai divisiva, che appare meno capace, rispetto ad altri possibili candidati, di attrarre consensi al di fuori della propria** (per quanto solida) **base elettorale**. Secondo i sondaggi, infatti, gli stessi elettori socialisti non sarebbero particolarmente soddisfatti dell'elezione di Mélenchon alla presidenza della Repubblica, preferendo piuttosto un candidato centrista. Per questo motivo, **il leader di LFI potrebbe rivelarsi il candidato più debole in un eventuale secondo turno**.

Tra gli altri partiti il quadro rimane fluido, ma un eventuale candidato unico nell'area socialista potrebbe beneficiare dello scetticismo della sinistra moderata nei confronti di Mélenchon e del ritorno di quegli elettori socialdemocratici che, dal 2017 in poi, avevano votato Macron. Il **Partito Socialista (PS)** ha superato il punto di minimo degli ultimi anni e si è allontanato da LFI. A luglio, i membri del PS si sono espressi a favore di primarie riservate agli iscritti, con l'obiettivo di individuare un candidato in grado di elaborare un programma e stringere alleanze con le altre forze di sinistra escludendo La France Insoumise. **Il primo turno delle primarie si terrà tra il 9 e l'11 ottobre, seguito da un eventuale ballottaggio tra il 16 e il 18 ottobre**. Alle primarie **parteciperà anche Raphaël Glucksmann, leader di Place Publique (PP)**. Secondo diversi sondaggi, Glucksmann, con intenzioni di voto attorno al 10%, è **il candidato più competitivo dell'area socialdemocratica**. Nonostante i buoni risultati nei sondaggi, tuttavia, il partito di Glucksmann non dispone delle risorse necessarie per condurre una campagna elettorale e avrebbe quindi bisogno del sostegno dei socialisti che, al momento, non sembrano in grado di esprimere un candidato competitivo (tra i principali contendenti si segnalano il segretario socialista Olivier Faure, la candidata alle presidenziali del 2007 Ségolène Royal e, seppur non ancora formalmente candidato, l'ex presidente Hollande).

Verdi e Comunisti non parteciperanno alle primarie socialiste. I Verdi restano divisi sull'opportunità di correre da soli, con LFI o a sostegno di Glucksmann. Il PCF, invece, si prepara a una candidatura autonoma del suo segretario nazionale, Fabien Roussel.

Mancano ancora circa sette mesi alle elezioni presidenziali e, sebbene resti possibile l'emergere di nuovi candidati, **il panorama politico attuale non sembra offrire personalità dotate di un potenziale comparabile a quello che consentì a Macron di imporsi rapidamente come candidato competitivo nel 2017**. Peraltro, Macron nel 2016, pur formalizzando la sua candidatura solo a novembre, iniziò a ventilare la propria discesa in campo sin dalla primavera precedente, per poi concretizzarla dall'estate di quell'anno, quando si dimise dalla carica di ministro per concentrarsi sulle ambizioni presidenziali.

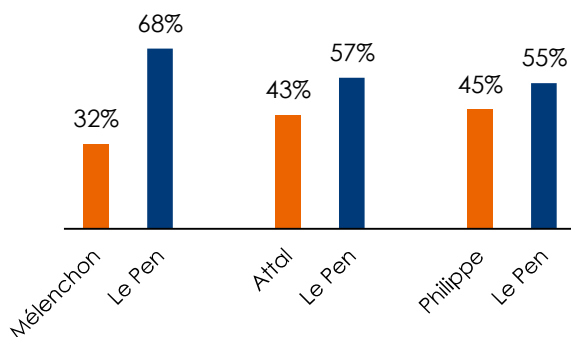
Gli scenari possibili per il secondo turno

Abbiamo analizzato i sondaggi e gli esiti del primo turno delle elezioni presidenziali negli ultimi 20 anni (dal 2002 al 2022). **A sei mesi dal voto, l'errore assoluto medio sui risultati dei sei candidati più votati è pari a circa 6 punti percentuali, mentre un mese prima del voto si attesta intorno ai 4 punti**. L'analisi dei segni degli errori suggerisce inoltre che, soprattutto durante le tornate più recenti, i sondaggi tendono a sottostimare i risultati dei primi due candidati, il che potrebbe essere un'evidenza del crescente ricorso al voto utile già al primo turno nei contesti più frammentati.

Tuttavia, l'esperienza storica mostra che ogni elezione presenta caratteristiche specifiche. Nel 2022, i sondaggi avevano correttamente individuato, diversi mesi prima, il ballottaggio tra Macron e Le Pen, nonché il vantaggio del presidente uscente. Tuttavia, avevano sottostimato il recupero finale di Mélenchon e sovrastimato il consenso di Valérie Pécresse, candidata dei Républicains. Nel 2017, i 12 mesi precedenti le elezioni riservarono molte sorprese, tra cui il risultato inaspettato delle primarie dei LR, gli scandali che successivamente colpirono il candidato designato Fillon e l'ascesa di Macron. Al contrario, nel 2007 e nel 2012, i sondaggi avevano individuato con ragionevole accuratezza sia i candidati ammessi al secondo turno sia il vincitore finale. L'eccezione più rilevante resta il 2002, quando il RN era stato decisamente sottostimato e i sondaggi non erano riusciti ad anticipare l'accesso di Jean-Marie Le Pen al secondo turno.

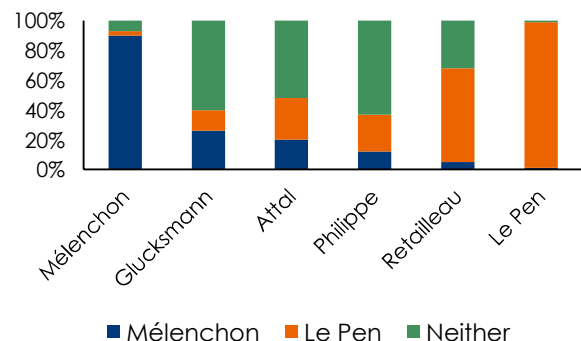
In sostanza, **sulla base dell'errore storico medio, degli intervalli di confidenza e dell'esperienza passata, i sondaggi non permettono ancora di stabilire con certezza chi sfiderà Marine Le Pen al secondo turno.** Al momento, **i candidati con le maggiori possibilità di accedere al ballottaggio sembrano essere Philippe e Mélenchon, ma le loro probabilità variano a seconda del numero di candidati alternativi al primo turno.** I diversi sondaggi non forniscono ancora risposte univoche, ma **Philippe avrebbe maggiori probabilità di qualificarsi se fosse l'unico candidato centrista; Mélenchon potrebbe invece accedere al ballottaggio se Attal fosse l'unico candidato di centro, oppure se sia Philippe che Attal si candidassero**, finendo così per contendersi lo stesso elettorato.

Sondaggi sull'esito del secondo turno in diversi scenari



Fonte: Intesa Sanpaolo, Harris Interactive

Flusso di voti per candidato votato al primo turno nel caso di un ballottaggio tra Mélenchon e Le Pen



Fonte: Intesa Sanpaolo, Harris Interactive

Le simulazioni sul secondo turno indicano che Mélenchon sarebbe il candidato più debole contro Le Pen. I sondaggi lo danno intorno al 30% contro quasi il 70% della leader del RN. **Sembra che il fronte anti-LFI abbia sostituito quello anti-RN tra gli elettori moderati**, che preferirebbero votare per l'estrema destra piuttosto che per la sinistra radicale. I sondaggi sui flussi elettorali evidenziano infatti che la maggior parte degli elettori centristi o di centro-sinistra non sarebbe sicura di votare Mélenchon in un eventuale secondo turno.

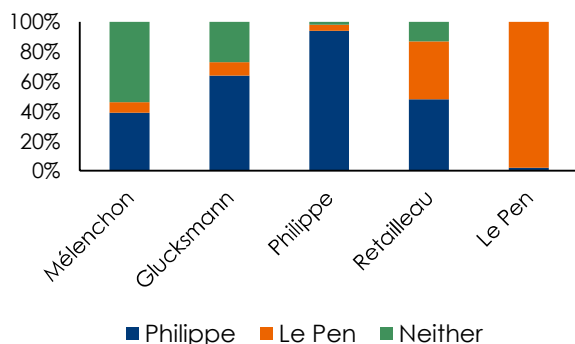
È ancora presto per trarre conclusioni definitive, ma in presenza di una candidatura socialdemocratica unitaria e competitiva, non si può escludere un aumento del voto utile all'interno dell'elettorato di sinistra, per il timore che una candidatura LFI possa ridurre le probabilità di sconfiggere Marine Le Pen al secondo turno. Anche in questo scenario, sarebbe comunque poco probabile che il candidato del PS riuscisse ad arrivare al ballottaggio.

Le simulazioni tra Le Pen e Philippe, invece, dipingono una competizione ancora molto aperta.

La scorsa primavera, Édouard Philippe era l'unico candidato in grado di prevalere sulla leader del RN, seppur con un margine limitato. Durante l'estate, il suo vantaggio si è progressivamente ridotto, fino a capovolgersi. Se Gabriel Attal fosse il candidato centrista al ballottaggio, la sua

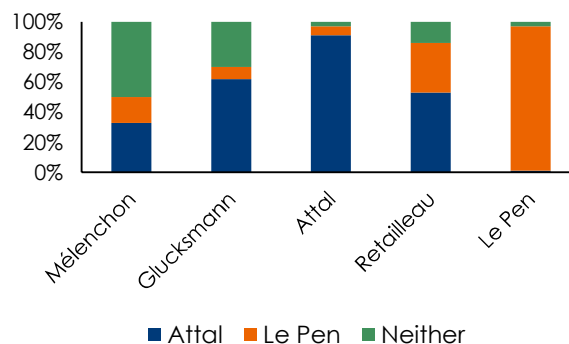
posizione sarebbe al momento più debole, perché, secondo le analisi sui flussi, risulterebbe meno attraente di Philippe per gli elettori di sinistra.

Flusso di voti per candidato votato al primo turno nel caso di un ballottaggio tra Philippe e Le Pen



Fonte: Intesa Sanpaolo, Harris Interactive

Flusso di voti per candidato votato al primo turno nel caso di un ballottaggio tra Attal e Le Pen



Fonte: Intesa Sanpaolo, Harris Interactive

In ogni caso, salvo sorprese nei prossimi mesi, **permane incertezza sull'esito sia del primo turno (o meglio, su chi sarà il secondo candidato più votato dopo Le Pen) sia del ballottaggio** (a differenza delle scorse tornate elettorali). Infatti, ad eccezione di un possibile confronto tra Mélenchon e Le Pen (che pare scontato a vantaggio della seconda), **al momento i sondaggi non permettono di individuare un chiaro favorito per il secondo turno, in quanto i margini osservati sono compatibili con una situazione di sostanziale parità.**

I programmi elettorali: un problema di credibilità

I sondaggi mostrano che gli elettori francesi sono molto preoccupati per la situazione economica e sociale del Paese, in particolare per quanto riguarda la protezione del sistema sanitario e la salvaguardia del potere d'acquisto. Per gli elettori di destra e di centro-destra, la sicurezza è un tema rilevante, mentre le questioni identitarie e culturali sembrano avere un'importanza relativa rispetto a quelle legate alle condizioni materiali di vita. I sondaggi evidenziano anche un'interessante polarizzazione delle opinioni: la maggior parte dei francesi ritiene che il contesto politico sia già eccessivamente radicalizzato, ma gli elettori di RN e LFI chiedono un'ulteriore estremizzazione e che i propri rappresentanti non scendano a compromessi.

La campagna elettorale sarà quindi dominata da temi economici e sociali, ma le promesse dei candidati potrebbero risultare poco credibili a causa del complesso contesto fiscale, o perché troppo generose o perché eccessivamente ambiziose. **Al momento non sono ancora disponibili i dettagli dei programmi dei principali candidati, ma dai comizi e dal primo dibattito organizzato dal Medef il 27 agosto è già possibile farsi un'idea delle diverse impostazioni in materia di politica economica.**

Sul piano economico, il programma di Jean-Luc Mélenchon dovrebbe basarsi sull'attualizzazione della piattaforma del 2025 "L'avenir en commun", già estensione e integrazione di precedenti piattaforme elettorali. **Il piano dovrebbe risultare molto costoso e prevedere un aumento significativo della spesa pubblica solo parzialmente compensato da un inasprimento della tassazione.** L'abolizione della riforma della previdenza, con il ritorno a un'età pensionistica di 60 anni, e un aumento dei trattamenti minimi, dovrebbe restare un punto cardine, così come gli aumenti degli stipendi, minimi e dei dipendenti pubblici, e della spesa. Il programma del 2025 prevedeva anche un piano di investimenti da 200 miliardi di euro la cui impostazione potrebbe essere conservata, così come la nazionalizzazione di imprese in comparti strategici. Per quanto riguarda le entrate, promesse di taglio dell'IVA sui beni di prima necessità

e di riduzione delle imposte sulle tariffe energetiche fanno storicamente parte delle proposte di Mélenchon. Tra le fonti di finanziamento, oltre all'effetto moltiplicatore derivante dalla maggiore crescita, prevale il ricorso a una maggiore tassazione. Tra le ipotesi, il ripristino della tassa patrimoniale ISF (abolita nel 2018), l'introduzione della cosiddetta "tassa Zucman" al 2% sui grandi patrimoni, un'imposizione permanente sui superprofitti e sulle transazioni finanziarie e l'eliminazione della flat tax sui redditi da capitale introdotta nel 2018. Secondo alcuni dirigenti del LFI, questo aumento della tassazione potrebbe garantire fino a 180 miliardi di entrate aggiuntive; si tratta, tuttavia, di una stima verosimilmente ottimistica.

La visione dell'Europa di LFI è strutturalmente diversa dall'assetto attuale dell'UE: le regole vigenti in materia di concorrenza, aiuti di Stato e circolazione dei capitali sono infatti considerate un ostacolo, così come gli accordi commerciali. Già negli anni scorsi LFI prevedeva di rinegoziare o ignorare le regole fiscali. Si auspicano anche modifiche allo statuto della BCE, affinché la banca centrale possa finanziare direttamente il debito pubblico, e recentemente il candidato ha perfino ventilato la possibilità di cancellare parte del debito (quello detenuto dalla Banque de France).

Se Mélenchon non ha sostanzialmente modificato le proprie promesse elettorali negli ultimi cinque anni, il RN sembra aver moderato le proprie posizioni rispetto al passato, anche se sulle tematiche più complesse e potenzialmente controverse mantiene un atteggiamento di opportunistico riserbo, che riflette anche le diverse posizioni di Marine Le Pen e Bardella. Durante il periodo in cui una candidatura di Le Pen sembrava improbabile, Bardella aveva tentato di presentarsi come un candidato di rottura ma allo stesso tempo di stabilità, con una retorica più vicina all'establishment economico. Al contrario, Le Pen, storicamente più vicina alle microimprese e ai commercianti, potrebbe ripristinare la tradizionale retorica antisistema. In ogni caso, **rispetto alla prima candidatura presidenziale di Marine Le Pen nel 2012, il 2022 ha già segnato un cambiamento sostanziale nel programma economico del RN che, pur mantenendo un'impostazione populista, ha attenuato le proposte più radicali.** Il partito ha infatti abbandonato da tempo la volontà di uscire dall'euro e le promesse di finanziamento del debito da parte della banca centrale, nonché di inasprimento dei dazi doganali per finanziare tagli alle imposte. Anche sul tema delle pensioni, il partito ha cambiato più volte posizione: mentre il padre Jean-Marie non era contrario a un aumento dell'età pensionabile, Marine, che in passato si era mostrata più restia, ha recentemente ammorbidito le proprie posizioni, senza comunque abbandonare la promessa (cardine del suo programma elettorale del 2022) di mantenere un'età pensionabile compresa tra i 60 e i 62 anni, a seconda dell'età di ingresso nel mercato del lavoro. Il costo economico verrebbe compensato, secondo le ipotesi del RN, agendo sugli anni di contribuzione e su altri parametri del sistema pensionistico. Sul fronte della disciplina fiscale, a differenza di Mélenchon, **Le Pen non contraddice esplicitamente le regole europee del Patto di Stabilità, ma le proposte di riduzione dell'indebitamento sono sempre state considerate poco credibili. Le Pen ha recentemente dichiarato che nelle prossime settimane presenterà un piano di risparmi da 125 miliardi di euro** (pari a 4 punti di PIL), ma in passato le sue promesse di riduzione del debito e di tagli alle tasse si basavano su stime ottimistiche, per esempio, sui risparmi derivanti dal "costo dell'immigrazione". L'anno scorso il RN aveva presentato una, poco realistica, proposta di bilancio basata su tagli alle spese considerate inefficaci per quasi 60 miliardi di euro, in gran parte contributi all'UE e spesa per il welfare destinata ai cittadini stranieri.

Il tema del consolidamento fiscale è più rilevante per i candidati centristi. In particolare, **Philippe promette di riportare il deficit al 2% del PIL entro la fine del suo mandato senza aumentare le imposte ma riducendo le spese di funzionamento dello Stato** (Atta mira addirittura al pareggio di bilancio). Il programma di Philippe prevede, inoltre, l'introduzione di una regola di bilancio in Costituzione e una riorganizzazione della struttura stessa dello Stato al fine di ridurre le spese e la complessità burocratica. Per quanto riguarda la crescita, il volano principale sarebbe un "patto fiscale" con le imprese che si tradurrebbe in 50 miliardi di euro di sgravi fiscali sulla produzione,

finanziati da una riduzione di 50 miliardi di euro di aiuti pubblici improduttivi (la riduzione dei sussidi alle imprese è una proposta comune a gran parte del panorama politico francese, ma non è di facile attuazione). È previsto anche un alleggerimento del carico fiscale sul lavoro. La riforma delle pensioni è considerata di primaria importanza e prevede anche l'introduzione di un sistema a capitalizzazione. Per quanto riguarda la politica europea, il programma prevede una maggiore integrazione comunitaria, il completamento del mercato unico per beni, servizi e capitali, l'uniformazione delle regole nazionali e la protezione contro la concorrenza sleale cinese.

In sintesi, **la proposta di Philippe** si muove in continuità con alcune delle politiche implementate durante il suo mandato da primo ministro e **appare più pragmatica rispetto a quella degli altri candidati**. Al contrario, **il programma di Mélenchon avrebbe l'impatto maggiore sull'indebitamento netto e presenta visioni molto radicali riguardo all'architettura dell'Unione Europea**. Infine, **Le Pen, che negli ultimi anni ha moderato le proprie posizioni, cercherà di coniugare le necessità di aggiustamento fiscale con promesse economiche potenzialmente onerose per i conti pubblici in assenza di fonti di finanziamento realistiche**. Perché Le Pen sia davvero favorita per diventare la prossima Presidente della Repubblica, sarà determinante la sua capacità di ampliare il proprio bacino elettorale, costruendosi una credibilità sui complessi dossier economici, argomento su cui non è mai riuscita a essere veramente convincente per l'elettorato centrista. Viceversa, Philippe, che è percepito come competente e rassicurante ma poco carismatico, dovrà cercare di rappresentare una discontinuità rispetto ai dieci anni di presidenza di Macron.

L'implementazione dei programmi elettorali dipenderà anche dall'esito delle elezioni legislative. Il rischio di una nuova Assemblea ancora frammentata

Il nuovo Presidente entrerà in carica il 14 maggio ed è molto probabile che proceda rapidamente allo scioglimento dell'Assemblea Nazionale per indire elezioni legislative anticipate. La Costituzione prevede che le elezioni si svolgano tra i 20 e i 40 giorni successivi allo scioglimento dell'Assemblea: **il voto potrebbe quindi tenersi nel giugno 2027. Le date più plausibili per il primo turno sono il 6, il 13 o il 20 giugno, con il ballottaggio la domenica successiva**.

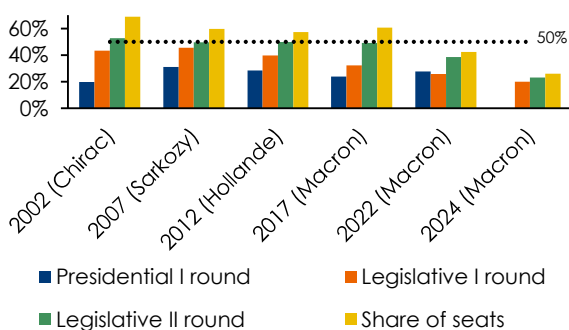
Alcuni osservatori hanno ipotizzato uno scioglimento anticipato dell'Assemblea prima delle elezioni presidenziali, con l'obiettivo di accorpare i due appuntamenti elettorali. Tale scenario è stato interpretato come una mossa per limitare i vantaggi del Rassemblement National che, avendo un radicamento territoriale meno forte rispetto ai partiti tradizionali, beneficerebbe meno dell'eventuale effetto trainante della vittoria presidenziale. Questa ipotesi non sarebbe contraria ai dettami costituzionali, ma appare poco probabile, non solo per ragioni politiche e simboliche, ma anche perché aumenterebbe il rischio che il futuro presidente si trovi sin dall'inizio della legislatura con una maggioranza parlamentare non allineata, non potendo procedere a un nuovo scioglimento per almeno dodici mesi.

Dopo le elezioni anticipate del 2024, l'attuale Assemblea avrebbe teoricamente un mandato fino al 2029; tuttavia, oltre a riallineare il ciclo presidenziale e parlamentare, nuove elezioni sembrano necessarie alla luce del contesto attuale di elevata frammentazione politica. **Tradizionalmente, le elezioni legislative che seguono le presidenziali tendono a favorire il partito e la coalizione del nuovo capo di Stato, che beneficia dell'effetto trainante della vittoria all'Eliseo**. Salvo poche eccezioni (come nel 1988 e nel 2022), le elezioni legislative successive alle presidenziali hanno infatti generalmente assicurato alla coalizione presidenziale una maggioranza assoluta in Parlamento.

Il rischio che le prossime elezioni legislative producano un'Assemblea ancora priva di una maggioranza chiara non è però trascurabile. Oggi, il sistema politico francese è molto più frammentato rispetto al passato: il panorama politico si è ormai articolato intorno a quattro poli

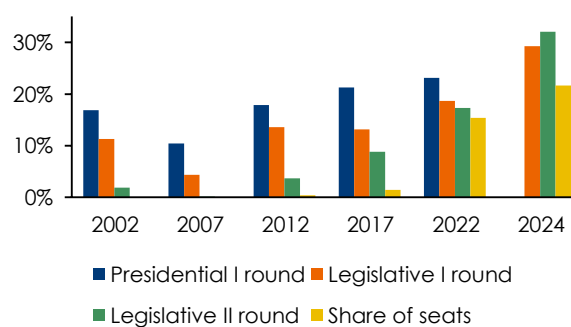
principali: due di sinistra (una radicale e una socialdemocratica) e due di destra (una estrema e una moderata, che include anche i centristi). Pertanto, **un risultato anche netto delle elezioni presidenziali non è detto si traduca necessariamente in una maggioranza parlamentare stabile.**

Storicamente alle legislative la coalizione del Presidente eletto tende a beneficiare dell'effetto trainante delle presidenziali



Nota: risultati elettorali. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Negli anni i consensi per il RN sono aumentati ma il partito ha storicamente registrato risultati peggiori alle elezioni legislative rispetto al primo turno delle presidenziali



Nota: risultati elettorali. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'esito delle elezioni legislative è inoltre storicamente molto difficile da prevedere. L'elevato numero di circoscrizioni, il sistema a doppio turno, il peso delle dinamiche locali e la possibilità di accordi di desistenza al ballottaggio riducono in modo significativo l'affidabilità dei sondaggi nazionali. Storicamente, il RN tende a ottenere risultati meno favorevoli al secondo turno, proprio a causa della convergenza tattica degli altri partiti contro i suoi candidati. Come è successo alle recenti elezioni locali, è più probabile che si formino alleanze tra i partiti di sinistra che includano anche LFI rispetto alle presidenziali. Tuttavia, non è scontato che nel 2027 tale meccanismo funzioni con la stessa efficacia osservata in passato e i partiti potrebbero essere meno propensi agli accordi di desistenza rispetto al 2022, quando il RN, pur avendo ottenuto un buon risultato al primo turno, si classificò solo come terza forza parlamentare. Pertanto, **vista l'elevata frammentazione politica, potrebbe configurarsi uno scenario con numerosi ballottaggi a tre o quattro candidati, che finirebbero per favorire il RN.**

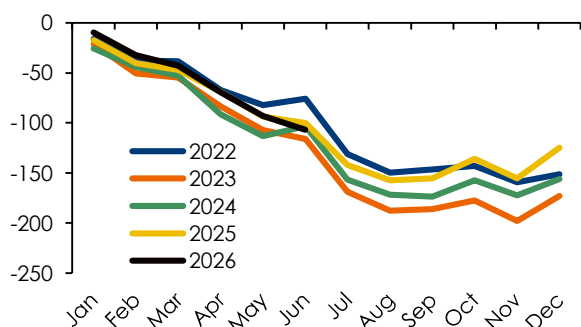
In sintesi, **soprattutto in caso di presidenza a trazione RN, una maggioranza parlamentare (almeno relativa) di estrema destra non è più uno scenario remoto come in passato.** In questo contesto, oltre all'appoggio dell'UDR di Ciotti, il RN potrebbe scendere a patti con la destra più moderata (LR in primis), che potrebbe anche avere l'effetto di ammorbidire le posizioni più radicali. Tuttavia, **resta concreta anche la possibilità che si riproponga uno scenario come l'attuale, con un'Assemblea Nazionale più frammentata:** la maggioranza verrebbe costruita con molta difficoltà e risulterebbe intrinsecamente fragile. In tale situazione, lo spazio di manovra dell'esecutivo, soprattutto in materia di politiche fiscali potenzialmente controverse e di riforme strutturali, sarebbe drasticamente ridotto, con l'effetto di ritardare ulteriormente il già difficile processo di consolidamento dei conti pubblici.

Politica fiscale: decisioni difficili in vista

Il budget per il 2026 è stato approvato solo a febbraio di quest'anno e prevede un miglioramento solo marginale del deficit programmatico, al 5% del PIL dal 5,1% dell'anno precedente. Tuttavia, a pochi mesi di distanza dall'approvazione del bilancio, **il Governo ha iniziato a segnalare rischi di aumento dell'indebitamento netto, che potrebbe raggiungere il 5,2% a causa di una serie di fattori,** tra cui una spesa per interessi superiore alle aspettative, l'incertezza sui conti degli enti locali, l'impatto del conflitto in Medio Oriente e l'ondata di caldo estiva. Anche il contesto congiunturale non appare dei migliori dopo che la più recente revisione dei dati di contabilità nazionale ha riportato il quadro di un'economia in stallo nel 1° semestre del 2026.

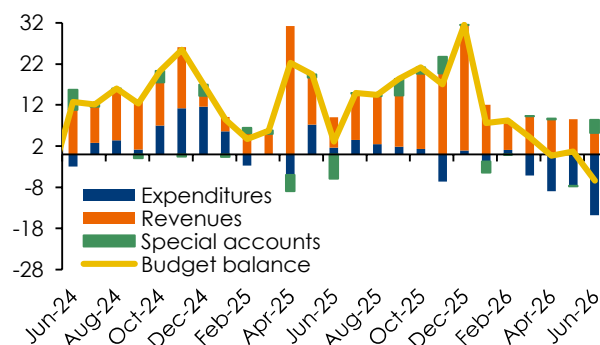
Nei primi sei mesi dell'anno, lo Stato (al netto della previdenza sociale e degli enti locali) ha accumulato un disavanzo di bilancio pari a 106,8 miliardi di euro, registrando un peggioramento di 6,4 miliardi di euro (+6,4%) rispetto allo stesso periodo del 2025. In altri termini, il miglioramento dei conti pubblici che aveva caratterizzato il 2025 sembra essersi interrotto, almeno sulla base dei dati del 1° semestre (che peraltro non sono necessariamente rappresentativi dell'andamento annuale).

Saldo cumulato mensile dello stato centrale



Fonte: Intesa Sanpaolo, Ministère de l'Action et des Comptes Publics

Il peggioramento rispetto allo scorso anno è dovuto prevalentemente all'aumento delle spese



Fonte: Intesa Sanpaolo, Ministère de l'Action et des Comptes Publics

Le sorprese negative provengono principalmente dal lato delle spese, che sono aumentate del 5,6% rispetto al 1° semestre del 2025. Questo andamento è dovuto in particolare all'aumento della spesa per interessi, cresciuta del 18,3% rispetto a un anno prima, ma anche la spesa primaria è salita del 4% (mentre era calata nei primi sei mesi del 2025) – spinta, tra l'altro, da un aumento della spesa militare. Le entrate dello Stato, invece, sembrano essere in linea con le previsioni: a metà anno, le entrate del bilancio generale (esclusi i conti speciali) sono aumentate del 2,8%; questo incremento (leggermente superiore all'inflazione) è dovuto soprattutto all'imposta sul valore aggiunto e sui redditi, a fronte di un calo degli introiti delle accise sull'energia e di una sostanziale stagnazione delle imposte sulle imprese.

L'esecutivo ha già annunciato risparmi per un totale di 9 miliardi di euro (lo 0,3% del PIL). Si tratta di 6 miliardi di tagli alla spesa varati ad aprile, seguiti da una sforbiciata di ulteriori 3 miliardi annunciata a luglio, sulla quale però non sono stati diffusi dettagli. Questi risparmi, potrebbero parzialmente ridurre i rischi di un aumento dell'indebitamento netto nel 2026, **ma le principali incognite riguardano i prossimi anni.**

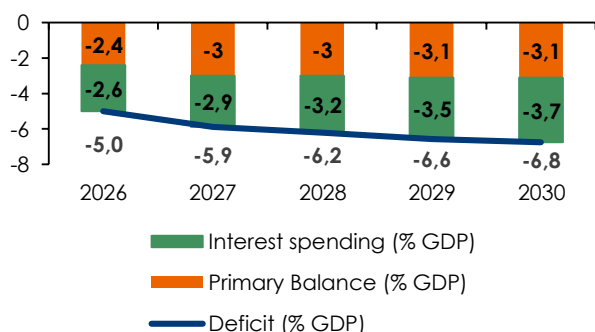
Il primo scoglio è rappresentato dall'approvazione del bilancio per il 2027. In vista della campagna elettorale, la tentazione dei partiti di ricorrere, per il terzo anno consecutivo, alla **legge speciale** che garantisce il funzionamento dello Stato anche in assenza di un bilancio è forte. Ciò comporterebbe il rinvio dell'approvazione della legge finanziaria dopo le elezioni presidenziali, quindi non prima dell'estate. La legge speciale è già stata utilizzata nel 2025 e nel 2026 (oltre che nel 1979), ma per non più di sei settimane. **Nel caso in cui il bilancio non venisse approvato prima delle elezioni presidenziali, a causa dei ritardi dovuti ai calendari elettorali, la legge speciale potrebbe restare in vigore anche per nove mesi.** Secondo l'Inspection Générale des Finances, **in questo scenario, il deficit peggiorerebbe di almeno lo 0,5% del PIL rispetto al consuntivo del 2026.**

L'obiettivo del primo ministro Lecornu, che sembra aver ormai abbandonato l'idea di tratteggiare l'avvio di un percorso in grado di riportare il deficit sotto il 3% del PIL entro il 2029, **è quindi quello di presentare un bilancio non particolarmente ambizioso ma che possa essere**

approvato entro la fine dell'anno. La bozza del disegno di legge sarà presentata il 30 settembre, ma **le prime indiscrezioni di stampa indicano un deficit programmato intorno al 4,9% del PIL.**

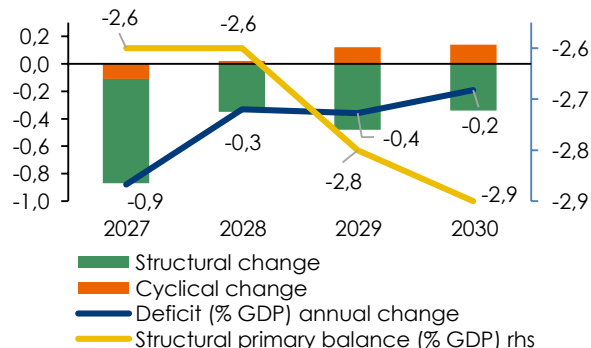
All'apparenza, se il consuntivo del 2026 si attestasse effettivamente al 5% del PIL, la correzione sarebbe solo marginale (pari a un decimo di PIL). Tuttavia, nel confronto con le stime tendenziali, la manovra correttiva necessaria per raggiungere tale obiettivo dovrebbe superare i 30 miliardi di euro, pari a un punto di PIL, in quanto nel 2027 sarebbe necessario neutralizzare il peso dei maggiori interessi, gli effetti iniziali dell'aumento della spesa militare e la scadenza dell'imposta straordinaria sulle grandi imprese. Anche considerando che l'imposta straordinaria sugli utili aziendali verrà molto probabilmente rinnovata, per raggiungere il target del 4,9% del PIL sarà comunque necessario reperire oltre 20 miliardi di euro (circa 7 decimi di PIL) rispetto allo scenario tendenziale.

Evoluzione del deficit in uno scenario a politiche invariate



Fonte: Mission sur la transparence des finances publiques

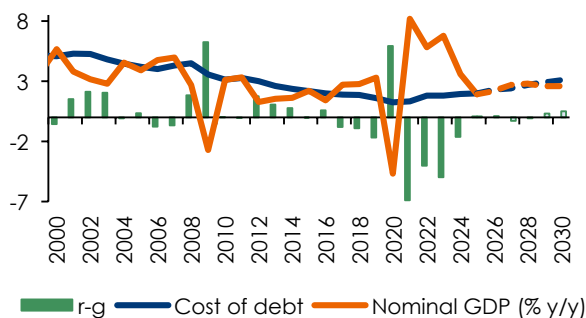
Il deficit dovrebbe continuare a risentire di un deterioramento strutturale (soprattutto dal lato delle spese)



Fonte: Mission sur la transparence des finances publiques

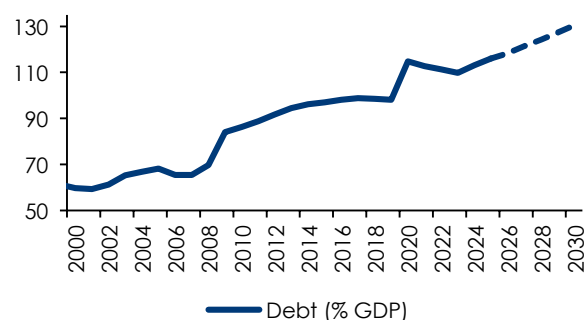
A luglio, una commissione di esperti¹ indipendenti, incaricata dal Governo di stimare le dinamiche tendenziali dei conti pubblici fino al 2030, ha stimato che, in uno scenario a legislazione invariata, il deficit si attesterebbe al 5,9% del PIL nel 2027 (contro il 5,7% stimato dalla Commissione Europea), per poi aumentare progressivamente fino al 6,8% del PIL nel 2030. L'aumento del deficit nei prossimi anni rifletterebbe non soltanto la maggiore spesa per interessi (in crescita di circa 10 miliardi in media all'anno), ma anche un saldo primario strutturalmente in disavanzo per via della crescita, a tassi superiori al PIL nominale, della spesa.

L'effetto "snowball" dovrebbe farsi marginalmente sfavorevole



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati INSEE, Mission sur la transparence des finances publiques

Evoluzione del debito pubblico in uno scenario a politiche invariate

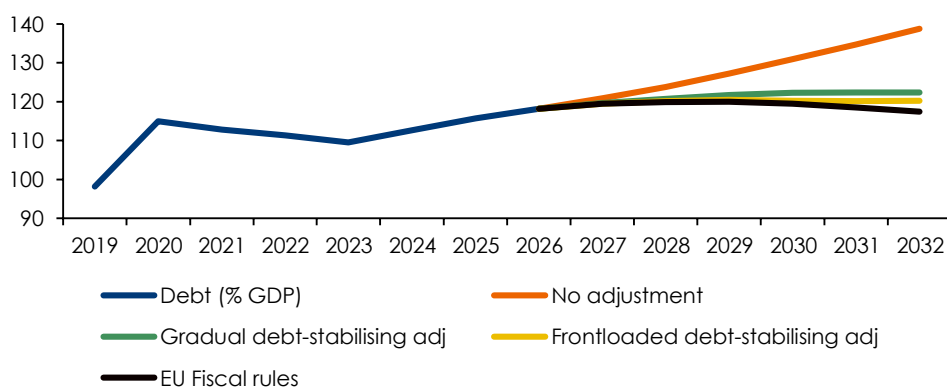


Fonte: Mission sur la transparence des finances publiques

¹ Jaravel X., Ragot X., Tavernier JL., Valla N., Mission sur la transparence des finances publiques. Juillet 2026

In questo scenario, il debito raggiungerebbe il 130% del PIL nel 2030, un aumento di circa 15 punti percentuali rispetto al 2025. Questo incremento è dovuto in parte all'effetto "palla di neve", dato dalla **differenza tra il costo medio del debito e la crescita del PIL nominale, che si prevede diventerà sfavorevole**. A fronte di una crescita nominale prevista in convergenza verso il 2,6%, il costo medio del debito dovrebbe infatti superare il 3% entro il 2030 (le stime del rapporto sono coerenti con quanto emergerebbe stimando il costo medio del debito sulla base delle nostre previsioni sui rendimenti dei titoli di Stato). **Ciò rende inevitabile una restrizione primaria per ridurre o almeno stabilizzare il rapporto debito/PIL.**

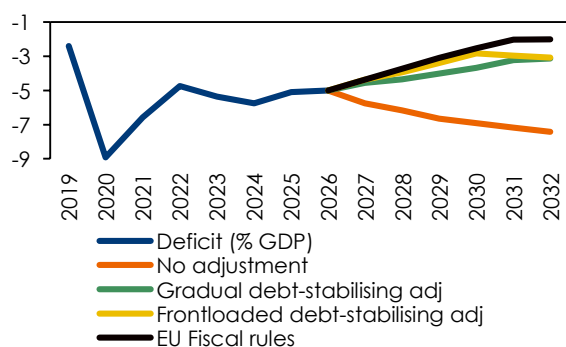
Debito pubblico (% PIL) in diversi scenari di consolidamento fiscale



Nota: nelle simulazioni assumiamo un moltiplicatore fiscale nullo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati INSEE

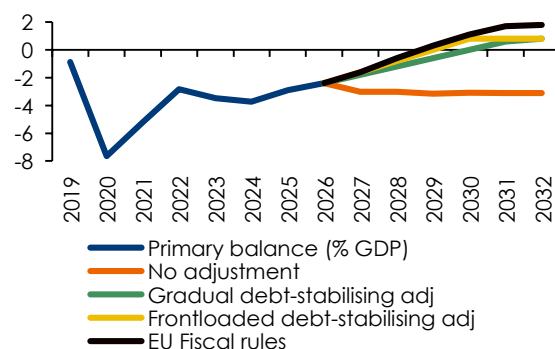
Per la Francia, paese sottoposto a procedura d'infrazione per deficit eccessivo (EDP), le regole fiscali europee prevedono un aggiustamento strutturale medio pari a mezzo punto di PIL all'anno per riportare il deficit al di sotto della soglia del 3% del PIL, seguito da riduzione del rapporto debito/PIL in media di un punto all'anno. **Ipotezzando il pieno rispetto delle regole del Patto di Stabilità, la Francia riuscirebbe a riportare il deficit sotto il 3% non prima del 2030**, in un contesto in cui il debito continuerebbe a crescere rispetto al PIL. **Sarebbe poi necessario raggiungere e mantenere nel tempo un avanzo primario intorno all'1,8% del PIL per instradare il debito verso la tendenza discendente richiesta.**

Deficit (% PIL) in diversi scenari di consolidamento fiscale



Nota: nelle simulazioni assumiamo un moltiplicatore fiscale nullo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati INSEE

Saldo primario (% PIL) in diversi scenari di consolidamento fiscale



Nota: nelle simulazioni assumiamo un moltiplicatore fiscale nullo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, dati INSEE

Questo scenario non solo sembra poco realistico per via dello sforzo richiesto rispetto alle proiezioni tendenziali (quasi 150 miliardi cumulati ai prezzi correnti, ovvero una media di 25 miliardi annui o lo 0,8% del PIL all'anno), **ma anche perché richiederebbe un quadro congiunturale sottostante molto robusto affinché la restrizione possa essere implementata senza**

frenare eccessivamente il ciclo. Nella nostra simulazione, infatti, assumiamo (non molto realisticamente) un moltiplicatore fiscale pari a zero, ovvero uno scenario in cui l'entità dell'aggiustamento di bilancio non impedisce all'economia di raggiungere la crescita potenziale². Negli ultimi 50 anni, infatti, solo nel triennio 1999-2001 la Francia è riuscita a ottenere un avanzo primario medio pari all'1,6% del PIL, ma in un contesto congiunturale decisamente favorevole (con ritmi di crescita almeno doppi rispetto al potenziale corrente). Analizzando diversi scenari alternativi con moltiplicatori fiscali compresi tra 0,5 e 1, l'avanzo primario necessario per rispettare appieno le regole del Patto di Stabilità aumenterebbe ulteriormente, raggiungendo circa il 2% del PIL nel 2032, in un contesto di crescita reale verosimilmente intorno allo 0,5%.

Variazione del debito pubblico (% PIL) su un orizzonte quinquennale in diversi scenari di saldo primario e crescita del PIL reale

		Primary balance (% GDP)										
		-2.0	-1.5	-1.0	-0.5	0.0	0.5	1.0	1.5	2.0	2.5	
Real GDP % y/y	-2.0	32.9	30.2	27.5	24.8	22.2	19.5	16.8	14.1	11.4	8.8	Real GDP % y/y
	-1.5	29.2	26.5	23.9	21.2	18.6	15.9	13.3	10.6	8.0	5.3	
	-1.0	25.6	23.0	20.4	17.7	15.1	12.5	9.9	7.3	4.6	2.0	
	-0.5	22.1	19.5	17.0	14.4	11.8	9.2	6.6	4.0	1.4	-1.2	
	0.0	18.8	16.2	13.6	11.1	8.5	5.9	3.4	0.8	-1.8	-4.4	
	0.5	15.5	13.0	10.4	7.9	5.3	2.8	0.2	-2.3	-4.8	-7.4	
	1.0	12.3	9.8	7.3	4.8	2.3	-0.3	-2.8	-5.3	-7.8	-10.3	
	1.5	9.3	6.8	4.3	1.8	-0.7	-3.2	-5.7	-8.2	-10.7	-13.2	
	2.0	6.3	3.8	1.3	-1.1	-3.6	-6.1	-8.6	-11.0	-13.5	-16.0	

Nota: assumiamo un deflatore medio all'1,6%, un costo medio del debito al 3% e un moltiplicatore fiscale nullo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Saldo primario necessario per stabilizzare il debito al 120% del PIL in diversi scenari di crescita media del PIL reale e costo del debito

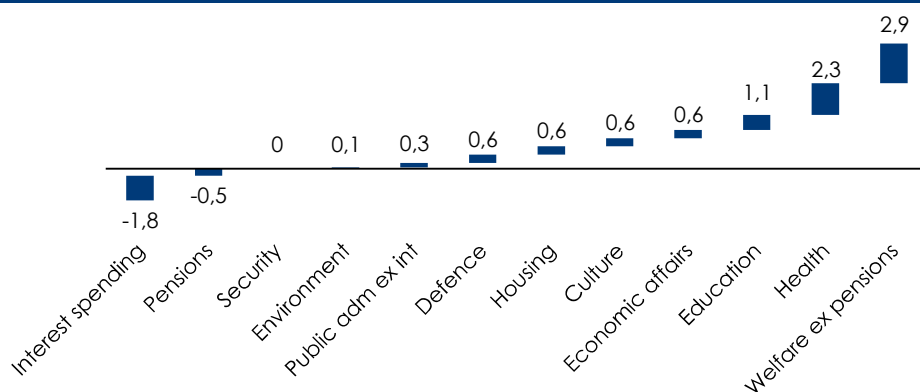
		Average cost of debt										
		2.0	2.2	2.4	2.6	2.8	3.0	3.2	3.4	3.6	3.8	
Real GDP % y/y	-2.0	2.9	3.2	3.4	3.7	3.9	4.1	4.4	4.6	4.9	5.1	Real GDP % y/y
	-1.5	2.3	2.5	2.8	3.0	3.3	3.5	3.7	4.0	4.2	4.5	
	-1.0	1.7	1.9	2.2	2.4	2.6	2.9	3.1	3.4	3.6	3.8	
	-0.5	1.1	1.3	1.6	1.8	2.0	2.3	2.5	2.7	3.0	3.2	
	0.0	0.5	0.7	0.9	1.2	1.4	1.7	1.9	2.1	2.4	2.6	
	0.5	-0.1	0.1	0.3	0.6	0.8	1.0	1.3	1.5	1.8	2.0	
	1.0	-0.7	-0.5	-0.3	0.0	0.2	0.4	0.7	0.9	1.2	1.4	
	1.5	-1.3	-1.1	-0.8	-0.6	-0.4	-0.1	0.1	0.3	0.6	0.8	
	2.0	-1.9	-1.7	-1.4	-1.2	-1.0	-0.7	-0.5	-0.3	0.0	0.2	

Nota: assumiamo un deflatore medio all'1,6% e un moltiplicatore fiscale nullo. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Se invece si optasse per un percorso più graduale, finalizzato soltanto a stabilizzare il debito poco sopra il 120% del PIL entro la fine del prossimo quinquennio presidenziale, gli autori della *Mission sur la transparence des finances publiques* ritengono **comunque necessario un avanzo primario almeno pari allo 0,8% del PIL, compatibilmente con un indebitamento netto intorno al 3%.** Tuttavia, sulla base dell'esperienza storica di persistenti disavanzi primari, **anche questo obiettivo risulterebbe ambizioso** in quanto richiederebbe un aggiustamento cumulato rispetto al tendenziale superiore a 100 miliardi di euro a prezzi correnti, pari a una media di quasi 20 miliardi all'anno (lo 0,6% del PIL). Anche in questo scenario, assumendo un moltiplicatore fiscale di poco inferiore all'unità, i rischi sul saldo primario necessario per stabilizzare il debito sarebbero rivolti verso l'alto (intorno all'1%), con un debito più elevato (vicino al 125% del PIL) e una crescita media del PIL reale nel periodo di aggiustamento inferiore all'1% stimata come potenziale. La situazione fiscale è quindi molto complessa e i rischi sono elevati anche in scenari che all'apparenza non sembrano particolarmente sfidanti: considerando il crescente peso della spesa per interessi, un graduale ritorno del saldo primario al -0,9% del PIL (il livello raggiunto nel 2019) entro il 2032 sarebbe appena sufficiente a stabilizzare il deficit al 5% del PIL, lasciando il debito su una tendenza al rialzo.

² Anche gli autori del rapporto "*Mission sur la transparence des finances publiques*" assumono un moltiplicatore fiscale nullo, ipotizzando che l'effetto recessivo del consolidamento sia interamente compensato da una diminuzione del tasso di risparmio e da un miglioramento del contributo delle esportazioni nette alla crescita (assunzione che anch'essi riconoscono come poco realistica).

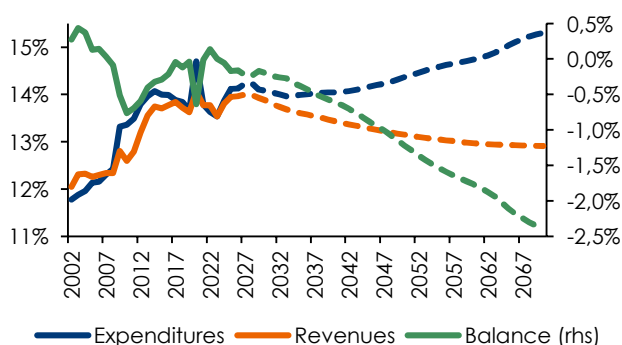
Differenza tra categorie di spesa pubblica in % del PIL tra Francia e Italia: il peso della spesa in Francia è superiore all'Italia in tutte le principali componenti ad eccezione di interessi sul debito e pensioni



Nota: dati aggiornati al 2024. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat COFOG

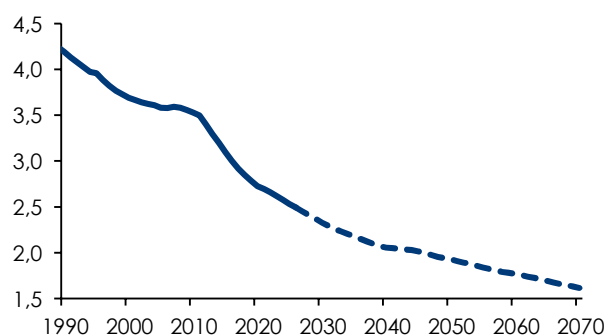
In sintesi, **se il prossimo esecutivo vorrà davvero stabilizzare i conti pubblici, dovrà inevitabilmente prendere decisioni che potrebbero rivelarsi molto onerose e politicamente controverse**, soprattutto in un contesto di aumento della spesa militare. Il rapporto *Mission sur la transparence des finances publiques* evidenzia infatti che le misure di risparmio orizzontali, come i tagli lineari alla spesa dei ministeri, hanno ormai raggiunto i propri limiti e che i margini per aumentare ulteriormente la pressione fiscale sono ridotti. Il rapporto individua come prima area d'intervento la rimodulazione dei meccanismi d'indicizzazione all'inflazione di entrate e uscite, nonché il controllo della spesa pensionistica.

Il saldo (% PIL) del sistema pensionistico è atteso strutturalmente in deficit nel lungo periodo...



Fonte: Intesa Sanpaolo, previsioni Conseil d'Orientation des Retraites

...penalizzato da uno scenario demografico progressivamente più sfavorevole



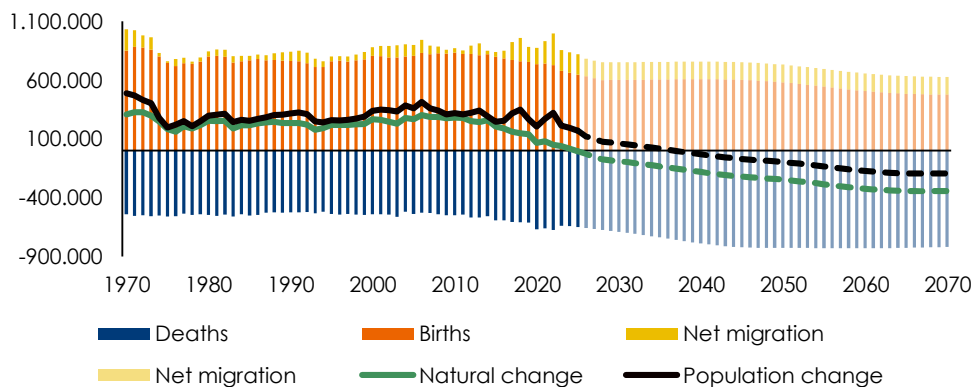
Nota: popolazione 20-64 anni in rapporto agli over 65. Fonte: Intesa Sanpaolo, previsioni INSEE

È probabile, quindi, che il prossimo Governo dovrà affrontare, ancora una volta, la questione delle **pensioni**. **Le più recenti proiezioni del COR (Conseil d'Orientation des Retraites)³ mostrano un deciso peggioramento del saldo del sistema pensionistico nei prossimi anni, con un disavanzo che potrebbe raggiungere quasi il 2,5% del PIL entro il 2070**, nonostante una progressiva riduzione del tenore di vita dei pensionati. Questo risultato è dovuto a prospettive demografiche sempre più sfavorevoli, ma tale scenario di peggioramento del disavanzo si verifica anche con ipotesi di produttività e crescita ben più ottimistiche rispetto a quelle di base. Per riportare il sistema in equilibrio, potrebbe quindi essere necessario aumentare gradualmente l'età di pensionamento,

³ Conseil d'Orientation des Retraites, "Évolutions et perspectives des retraites en France". Juin 2026

ridurre le pensioni (modificando, per esempio, il meccanismo di indicizzazione) o aumentare le aliquote contributive. In sintesi, un ripensamento dell'architettura del sistema pensionistico sembra inevitabile, ma spetterà al prossimo esecutivo varare una riforma condivisa dalla maggioranza del Parlamento, in grado di minimizzare i costi sociali.

Entro 10 anni nemmeno i flussi migratori netti riusciranno ad impedire un calo della popolazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo, previsioni 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 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 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 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)

Riccardo Bellesia

Mario Di Marcantonio

Alessia Gavazzi

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

riccardo.bellesia@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

alessia.gavazzi@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com