LA STAMPA

Francia, rischio scossone sui bond

L’ipotesi di una maggiore volatilità appare concreta, soprattutto sul mercato obbligazionario. Per i mercati il problema non è soltanto il livello raggiunto dal debito, ma la credibilità della traiettoria futura

Archiviato il voto tedesco, per gli investitori europei il prossimo possibile fattore di volatilità arriva dalla Francia. Parigi è già nel mirino dei mercati per la combinazione di debito elevato, deficit persistente e crescente incertezza politica. Le proteste studentesche di questi giorni scaldano ancora di più il clima. «La Francia sta passando dalla percezione di quasi-core a quella di Paese semi-periferico», osserva Vittorio Fumagalli, Senior Portfolio Manager Decalia Sim. Il rischio di una maggiore volatilità appare concreto, soprattutto sul mercato obbligazionario. «Lo spread tra i titoli decennali francesi Oat e i Bund tedeschi si colloca infatti intorno ai 149 punti base (una settimana fa questo livello era a 110), contro una media di circa 75 nell’ultimo anno» osserva Fumagalli. Anche i rendimenti fotografano questa maggiore pressione: l’Oat decennale viaggia intorno al 4,90% oggi 2 ottobre, contro il 3,40% del Bund (e il 4,6% del decennale italiano). Mentre il tasso dell'Oat nelle ultime ore è salito, quello del Bund è leggermente calato mentre l'Italia è salita solo lievemente.

Conti pubblici francesi ancora sotto pressione

«A questo si aggiungono un deficit pubblico previsto intorno al 5,4% del Pil nel 2026 (la Francia è già sottoposta alla procedura europea per deficit eccessivo, l’Italia ne ha mancato l’uscita per un soffio) e un debito atteso al 119,3% del Pil nel 2026 e 121,7% nel 2027 – dice Fumagalli -. **Nel breve, il catalizzatore più immediato per i mercati è la difficile approvazione a inizio ottobre della legge di bilancio 2027** e la tenuta politica del governo, che deve confrontarsi con un Parlamento piuttosto frammentato».

Per l’esperto, più che vedere nuovamente un rischio sistemico sull’Euro o sui periferici, ricordando quanto già accaduto con la crisi greca e italiana negli anni 2010/2012, il rischio è direttamente un “repricing della Francia”: se dal voto e dal successivo processo politico non emergesse una traiettoria fiscale credibile, il mercato potrebbe chiedere un premio ancora maggiore per detenere Oat francesi.

Percorso di rientro fiscale difficile

Secondo Natixis, il ritorno a un deficit pubblico del 3% entro il 2029 appare fuori portata sulla traiettoria attuale. Il debito pubblico francese è previsto in aumento almeno fino al 2030, anche a causa della rapida crescita dei costi di servizio del debito.

Per i mercati il problema, dunque, non è soltanto il livello raggiunto dal debito, ma la credibilità della traiettoria futura. Se dal voto e dal successivo processo politico non emergesse un percorso fiscale convincente, gli investitori potrebbero chiedere un premio ancora maggiore per detenere titoli di Stato francesi.

Il nodo politico resta centrale

Natixis evidenzia che l'Assemblea nazionale è fortemente frammentata e priva di una maggioranza in grado di approvare facilmente le misure previste. Il report vede inoltre poco spazio per compromessi tra i partiti in vista delle presidenziali del 2027 e segnala il rischio di ulteriori downgrade del rating sovrano nei prossimi mesi. La Francia arriva quindi al prossimo appuntamento politico con una parte del rischio già incorporata nei prezzi. **Per il portafoglio, l'attenzione maggiore resta sui titoli governativi: la strategia degli esperti indicata è quella di mantenere una duration contenuta o ridurre l'esposizione diretta agli Oat.** Tra le alternative vengono indicate le emissioni dell'Unione europea e, con relativa preferenza, i Bund e gli altri governativi core.

La variabile decisiva resta dunque politica. «L'avvicinarsi delle elezioni presidenziali del 2027 rende inoltre più difficile adottare misure fiscali impopolari e realizzare un percorso credibile di riduzione del deficit – dice Massimiliano Silla, consulente finanziario indipendente -. Questo è un punto importante per i risparmiatori: non tutta la volatilità è necessariamente temporanea. Se cambia strutturalmente il premio per il rischio attribuito dal mercato a un Paese, può cambiare anche il valore di equilibrio dei suoi titoli. Contro un'oscillazione ci si può proteggere; di fronte a un cambiamento strutturale del rischio occorre invece modificare la costruzione del portafoglio».

Il primo consiglio dell'esperto è capire che cosa si possiede realmente. Un normale fondo o Etf di titoli di Stato dell'area euro può avere circa un quarto del patrimonio investito in titoli francesi, spesso più di quanto sia investito in Germania. Non significa necessariamente doverli vendere, ma essere consapevoli della concentrazione e valutarne la coerenza con il proprio profilo di rischio.

Una maggiore diversificazione tra emittenti sovrani e sovranazionali europei può ridurre la dipendenza dalle vicende fiscali e politiche di un singolo Paese. In quest'ottica possono assumere interesse, accanto a emittenti solidi come Olanda e Austria, anche i titoli dell'Unione Europea e quelli di Paesi che hanno migliorato sensibilmente i propri conti pubblici, come Spagna e Portogallo.

La durata

Il secondo elemento riguarda la duration. «In una fase nella quale i tassi europei sono tornati a salire e il rischio inflazionistico resta centrale, preferire scadenze brevi e intermedie consente di contenere la sensibilità del portafoglio alle variazioni dei rendimenti – dice Silla -. Strumenti monetari e titoli governativi a breve termine possono inoltre rappresentare una riserva di liquidità da utilizzare in caso di eventuali opportunità sui mercati».

Un terzo elemento è la diversificazione rispetto al rischio europeo. «Una quota di attività denominate in valute diverse dall'euro, a partire dal dollaro, può svolgere una funzione di diversificazione, pur introducendo un rischio valutario – afferma l'esperto -. **Anche l'oro può avere un ruolo nelle fasi di forte incertezza finanziaria, monetaria e geopolitica.** Sul fronte dell'inflazione possono essere valutati titoli indicizzati, compresi i Btp Italia, soprattutto considerando il rischio energetico nuovamente rilevante in Europa».