

Titoli di Stato, Parigi resta l'anello debole e il mercato riscopre la frammentazione



Parziale rintracciamento dei rendimenti venerdì

2 ottobre 2026 - 19.01

(Teleborsa) - Si attenua leggermente la **pressione sui titoli di Stato dell'Eurozona** sul finir di settimana, ma i rendimenti si mantengono su massimi pluriennali e sono destinati a rimanere sotto la lente degli investitori mentre entra nel vivo la stagione dell'approvazione delle finanziarie da parte dei governi, alla vigilia di un 2027 con diversi grandi paesi al voto.

Il rendimento del **Bund** tedesco decennale ha chiuso a 3,46% (-5 punti base), il **BTP** italiano al 4,60% (-9 punti base), l'**OAT** francese a 4,87% (-5 punti base), il **Gilt** britannico al 5,37% (-3 punti base), il **Bonos** spagnolo a 4,08% (-5 punti base).

Il baricentro delle tensioni resta Parigi. Il **governo Lecornu** ha presentato giovedì il **disegno di legge di bilancio per il 2027**, un aggiustamento complessivo da 54 miliardi di euro - di cui 43 miliardi di nuove misure - con cui punta a far scendere il deficit dal 5,4% del PIL del 2026 al 5% il prossimo anno, per poi avvicinarlo gradualmente alla soglia del 3% entro il 2029. La reazione dei mercati è stata improntata allo scetticismo: il rendimento dell'OAT decennale si è spinto per qualche momento fino al 4,96% e lo **spread con il Bund ha oltrepassato i 140 punti base**, il livello più alto dalla crisi dei debiti sovrani del 2011-2012. Un deterioramento del merito di credito che si traduce in costi di finanziamento sensibilmente più alti per il Tesoro francese.

"Nel breve termine, il sell-off sugli OAT potrebbe essere andato troppo oltre ed è possibile un parziale ritracciamento - commenta Mark Dowding, Fixed Income CIO di RBC BlueBay AM - Tuttavia, è **improbabile che la pressione sullo spread francese si attenui** e continuiamo a essere orientati a vendere sui rialzi rispetto ai BTP italiani e agli altri titoli di Stato dell'Eurozona".

La partita, peraltro, è appena cominciata. **Ora si apre la fase più delicata, quella parlamentare:** l'Assemblée Nationale discuterà la prima parte del testo dal 13 ottobre, con voto previsto il 20, e la seconda parte dal 27 ottobre al 16 novembre, mentre il voto complessivo è in calendario il 17 novembre. Toccherà poi al Senato, con un'eventuale navetta tra le due Camere o il ricorso alla commissione mista paritetica, entro il limite costituzionale di 70 giorni per l'esame. L'obiettivo dell'esecutivo è chiudere entro fine anno, ma senza una maggioranza stabile il testo rischia di uscire rimaneggiato.

A complicare il quadro c'è il calendario politico. La **manovra di austerità arriva a sei mesi dalle presidenziali**, che potrebbero consegnare l'Eliseo a Marine Le Pen, mentre l'alternativa rappresentata da La France Insoumise alimenta tra gli investitori timori ancora maggiori sul fronte della disciplina di bilancio. I sondaggi continuano a certificare la profonda impopolarità di Emmanuel Macron e del suo governo di centro-destra, e il malcontento si è riversato nelle piazze: oggi in diverse città francesi la polizia antisommossa si è scontrata con gli studenti delle scuole superiori, scesi in strada contro le condizioni delle aule e i tagli all'istruzione previsti dalla manovra. Secondo quanto emerso da una riunione d'emergenza dei servizi di intelligence, dietro la mobilitazione ci sarebbero esponenti di LFI, che però respingono le accuse e rimproverano al governo di strumentalizzare le proteste in vista della corsa alla successione di Macron.

Il risultato è che da tempo gli **investitori chiedono alla Francia un premio per il rischio più elevato di quello riconosciuto all'Italia**. Per mesi il mercato ha chiuso un occhio su deficit elevati e traiettorie del debito tutt'altro che rassicuranti; ora sta iniziando a presentare il conto. E quando il rischio fiscale torna a essere prezzato in modo differenziato tra i Paesi della moneta unica, la questione smette in fretta di essere soltanto francese. "La Francia oggi si finanzia a costi superiori anche a quelli di alcuni Paesi che storicamente consideravamo periferici", fa notare Alessio Garzone, portfolio manager presso Gamma Capital Markets, trovando interessante il cosiddetto contagio: "Ieri la pressione non è rimasta confinata agli OAT: anche Italia, Spagna, Portogallo, Grecia e Belgio hanno visto allargarsi i premi al rischio. È esattamente questo tipo di divergenza che **riporta nel vocabolario dei mercati la parola frammentazione**".

Il segnale più eloquente arriva infatti dai rendimenti assoluti. Giovedì il decennale italiano ha toccato il 4,73%, il livello più alto da ottobre 2023, nella stessa seduta in cui lo spread dei BTP ha messo a segno il primo allargamento a doppia cifra da parecchio tempo. L'OAT ha sfondato quota 4,90%, ai massimi dal 2008, mentre il Bund si è spinto fino al 3,64%, picco da marzo 2009. Secondo gli strategist sui tassi di ING, "gli spread di altri paesi fortemente indebitati - in primis Italia e Grecia - si sono ampliati ancor più di quello francese, registrando un allargamento di quasi 15 punti base rispetto ai Bund tedeschi sulla scadenza a 10 anni". Una fuga verso la qualità che, osservano, "dimostra, in ultima analisi, che i **titoli tedeschi non hanno perso il loro status di bene rifugio come alcuni temevano**".

Sul fronte macroeconomico, a pesare sui rendimenti contribuisce anche l'inflazione. A settembre la stima flash dei **prezzi al consumo nell'Eurozona** ha mostrato un'**accelerazione dal 3,2% al 3,8% su base annua** (+0,6% su base mensile), il dato più alto da settembre 2023 e superiore al 3,6% atteso dal consenso prima della diffusione dei dati nazionali. Molto più contenuta, e in linea con le previsioni, la dinamica della componente di fondo: l'indice al netto di energia, alimentari, alcol e tabacco è salito dal 2,4% al 2,5%, quello che esclude energia e alimentari freschi dal 2,1% al 2,2%, tornando di fatto ai livelli di luglio dopo il lieve calo di agosto.

Un quadro che, secondo gli analisti, resta **compatibile con una pausa nel ciclo di rialzi della BCE alla riunione del 29 ottobre**, vista la sostanziale assenza di effetti di secondo impatto dello shock

energetico: una nuova stretta già a fine mese sarebbe giustificata solo da un ulteriore rincaro dei prezzi dell'energia nelle prossime settimane. Gli sviluppi recenti restano comunque coerenti con un terzo aumento dei tassi entro l'anno, più probabilmente a dicembre, in concomitanza con l'aggiornamento delle proiezioni dello staff. Negli ultimi giorni, del resto, i timori di una raffica di strette ravvicinate sembrano essersi in parte ridimensionati: John Williams della Federal Reserve e Christine Lagarde hanno indirizzato gli operatori verso l'attesa di nuovi rialzi su entrambe le sponde dell'Atlantico, lasciando però intendere che difficilmente arriveranno prima di una fase più avanzata del trimestre.

Dagli **Stati Uniti** è arrivato inoltre un **rapporto sul lavoro più debole delle attese**, che ha ridotto ulteriormente le probabilità di un aumento dei tassi a breve termine. A settembre le buste paga del settore non agricolo sono aumentate di appena 29.000 unità, con revisioni al ribasso per 60.000 posti complessivi sui due mesi precedenti, mentre la crescita dei salari ha rallentato. Il tasso di disoccupazione è salito a sorpresa al 4,2%, un rialzo però in parte legato all'aumento del tasso di partecipazione al 61,8%, massimo da quattro mesi: un segnale, questo, di segno positivo.

Il caso francese, infine, viene **osservato con attenzione anche oltremania**, dove il Gilt decennale resta sopra il 5,3%. "Ciò che sta accadendo in Francia dovrebbe servire da monito anche per il Regno Unito, mentre il governo Burnham valuta le decisioni da prendere in vista della prossima legge di bilancio", avverte Dowding. Non è infatti ancora escluso che il Regno Unito possa tornare alle urne già il prossimo anno, con il Reform Party in una fase di forte disordine e i Conservatori ancora alle prese con la difficoltà di ricostruire la fiducia nel proprio partito.