

«La Francia non ha scelta: dovrà fare come Italia, Portogallo e Spagna»

intervista a Philippe Berthelot, di Maximilian Cellino

«La Francia dovrà fare i conti con la realtà e allinearsi a quanto hanno fatto altri Paesi europei come Italia, Portogallo e Spagna, che durante lo scorso decennio hanno esteso l'età pensionabile e ridotto le prestazioni sociali: la traiettoria del debito e la reazione dei mercati hanno inviato un chiaro segnale di avvertimento a Parigi e non c'è altra scelta». Non fa certo sconti Philippe Berthelot, né alla popolazione francese, né al governo che Sébastien Lecornu sta provando a formare dopo l'ennesimo passaggio di testimone a Matignon.

La crisi che si è scatenata al di là delle Alpi rappresenta secondo il co-responsabile degli investimenti obbligazionari di Ostrum Am (affiliata di Natixis Im) forse la principale incognita di un mercato del reddito fisso che fino a oggi «ha attraversato un anno non certo stellare, ma sicuramente positivo». Con rendimenti *total return* che in Europa vanno dal 2% circa dei governativi fino a quasi l'8% dei Coco Bond (i titoli subordinati emessi dalle banche) passando dal 4% dei corporate *high yield*. «I rendimenti sono ancora attraenti – aggiunge – anche se gli spread del credito risultano in alcuni segmenti piuttosto ridotti rispetto alla media».

La vicenda francese, che incarna l'altra faccia di questo scenario comunque favorevole per gli investitori, è fotografata in pieno dall'allineamento dei tassi decennali degli OaT francesi e dei BTP di casa nostra, ma soprattutto non pare destinata a risolversi a breve. «La situazione rimarrà complicata da gestire, almeno fino alle presidenziali del 2027» ammette Berthelot, convinto delle difficoltà attuali nel formare una maggioranza «in grado di far approvare provvedimenti dolorosi» e

che vanno nell'unica direzione possibile: ridurre quella spesa pubblica che in Francia vale il 58% del Pil, livello record per i Paesi Ocse, perché «aumentare le tasse non risolve il problema».

Nel frattempo non si possono ovviamente escludere nuovi episodi di volatilità a danno dei titoli di Stato transalpini, qualora in particolare Lecornu dovesse fallire nell'incarico. «La nostra previsione rimane per uno spread OaT-Bund a 90 punti base alla fine del prossimo anno», conferma l'esperto di Ostrum Am, con un'indicazione che non lascia tuttavia intendere una sorta di deriva. L'appetito che gli investitori sembrano ancora riservare per le emissioni di Parigi e lo scudo del *Transmission Protection Instrument* della Bce (quest'ultimo valido come deterrente in caso di eventuale contagio esteso anche agli altri Paesi dell'Unione monetaria) sembrano infatti sufficienti per il momento a evitare un crollo della fiducia dei mercati, simile a quello che aveva colpito il debito britannico all'epoca del governo guidato da Liz Truss.

Certo, non si può escludere l'allontanamento di qualche investitore di peso, per esempio banche e assicurazioni giapponesi, se il rating francese dovesse subire ulteriori declassamenti e perdere quel livello «Aa» mantenuto ancora da S&P e Moody's dopo la bocciatura ricevuta da Fitch due settimane fa. «Non credo che la domanda per gli OaT possa subire un crollo, ma in quell'evenienza sarebbe comunque necessario sostituire gli investitori che non possono più acquistarli», concede Berthelot, convinto in ogni caso che la via da percorrere sia una sola: «Ridurre il deficit di bilancio, creando prima possibile un avanzo primario».

Qui il paragone con l'Italia – ora appunto appaiata in termini di rendimenti, ma non ancora quando si guardano i giudizi delle agenzie di rating – diventa inevitabile. «Il vostro debito è sempre molto elevato, ma a differenza di quanto sta al momento avvenendo in Francia è la traiettoria virtuosa seguita dai conti pubblici a convincere gli investitori», sottolinea Berthelot, senza tuttavia risparmiare un avvertimento. «Il Governo italiano – conclude – ha finora tratto beneficio da un fattore esterno, quale il programma Next Generation Eu, il cui sostegno si esaurirà però al termine del prossimo anno». Il momento della verità si avvicina quindi anche per il nostro Paese.

Spread Italia Francia

Andamento dei rendimenti del BTp a 10 anni e dell'OaT a 10 anni

