

SETTEMBRE 2026

FUCINO FLASH

*RISCHIO FRANCIA
IL RIPREZZAMENTO DEI TITOLI
DI STATO NELL'EUROZONA*



Banca del Fucino

FUCINO FLASH

RISCHIO FRANCIA

Il riprezzamento dei titoli di Stato nell'Eurozona

Da alcune settimane gli investitori internazionali stanno guardando con preoccupazione al ribasso dei prezzi sul **mercato dei bond**. Da fine luglio, infatti, i **rendimenti** dei titoli di Stato di numerosi Paesi sono **aumentati in misura significativa**. I motivi alla base di tali rialzi sono diversi:

- **La prosecuzione della guerra in Medio Oriente**, con il suo portato di **inflazione**, specialmente ma non solo per quanto riguarda i beni energetici;
- La ricalibrazione delle attese sul fronte dei **tassi di interesse**. Lo scorso **10 settembre** la **Bce** ha alzato i tassi di **25 punti base**, ma già a seguito alla riunione dei banchieri centrali di Jackson Hole le probabilità di **nuovi rialzi** nel corso dei prossimi mesi erano notevolmente aumentate¹.
- La presenza, in special modo tra le economie avanzate, di Paesi con **rapporti debito pubblico / pil elevati** e con **prospettive di crescita deboli**.

Parlare di un grande “bond sell-off” – come hanno fatto diversi analisti – non è però del tutto corretto. In primo luogo, infatti, la congiuntura presente non vede alcuna vendita precipitosa e caotica dei titoli. **Non tutti i Paesi**, inoltre, hanno visto **rialzi dei rendimenti di pari entità**. In questo senso, i movimenti delle ultime settimane costituiscono anche un segnale importante per capire dove il mercato veda maggiori rischi prospettici.

Rendimenti dei titoli di Stato - medie di settembre					
Paese	Periodo	1 anno	2 anni	10 anni	30 anni
Francia	Settembre 2025	2,05%	2,160%	3,517%	4,320%
	Settembre 2026 (1-10)	2,96%	3,206%	4,238%	4,999%
	Differenza	0,910%	1,046%	0,721%	0,679%
Italia	Settembre 2025	2,08%	2,250%	3,550%	4,450%
	Settembre 2026 (1-10)	2,91%	3,216%	4,190%	4,800%
	Differenza	0,833%	0,966%	0,640%	0,350%
Germania	Settembre 2025	1,95%	2,000%	2,720%	3,250%
	Settembre 2026 (1-10)	2,75%	3,020%	3,390%	4,020%
	Differenza	0,804%	1,020%	0,670%	0,770%

Come mostra la tabella sopra riportata, nell'Eurozona **a registrare i maggiori rialzi** dei rendimenti non sono stati i titoli dei Paesi “periferici” – quelli protagonisti della crisi del debito sovrano europeo – bensì due dei principali **membri core dell'Area, la Germania e, soprattutto, la Francia**.

Sul caso tedesco e sulle ragioni della minor fiducia dei mercati verso il Bund abbiamo realizzato un approfondimento nei mesi scorsi². Ma oggi a essere sotto i riflettori è soprattutto la Francia. Ad essa avevamo dedicato un approfondimento lo scorso anno³. Ci sembra ora opportuno tornare a esaminarne la situazione a partire da un confronto tra i titoli di Stato francesi e quelli italiani.

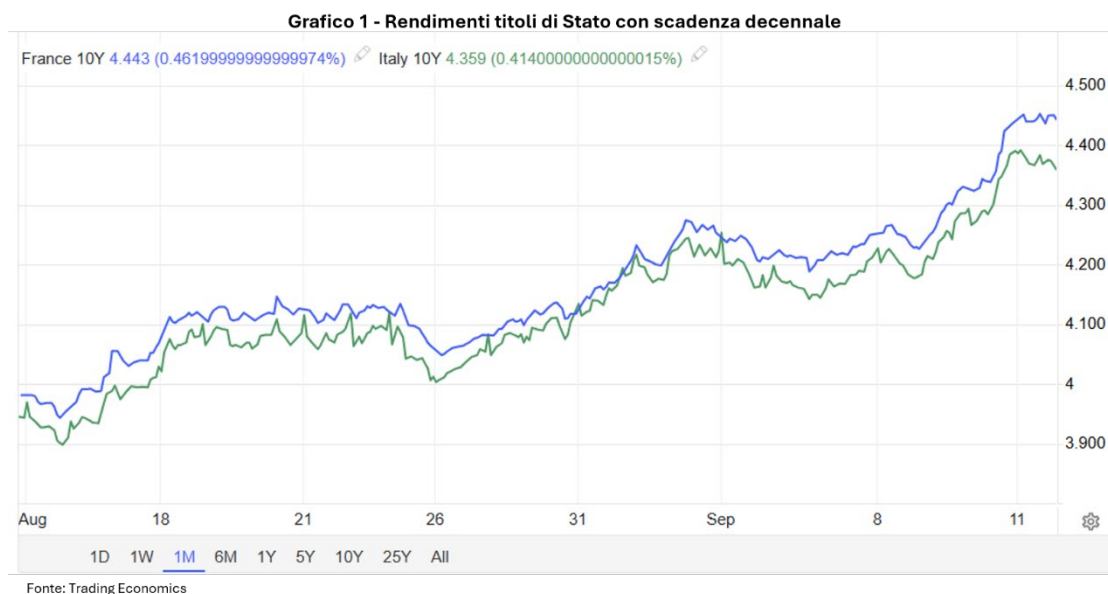
¹ L. Veronese, *Warsh: «Inflazione troppo alta, per la Fed c'è ancora lavoro da fare»*, Il sole 24 ore, 28 agosto 2026.

² *Un Bund meno safe: ripresa rimandata per la Germania?*, Fucino Flash, Aprile 2026.

³ *Non solo debito pubblico: perché le difficoltà della Francia sono strutturali*, Fucino Flash, Settembre 2025.

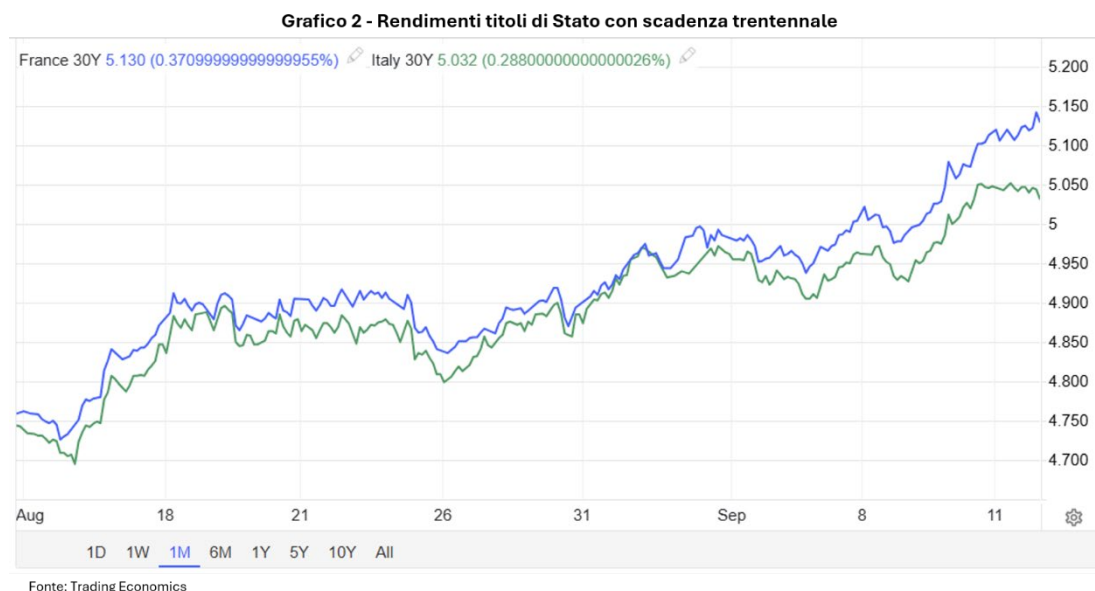
Spread a zero tra Francia e Italia

A fine settembre dello scorso anno lo spread fra il decennale francese e quello italiano ha toccato lo zero per la prima volta da oltre 15 anni (Grafico 1).



Nei 12 mesi successivi – nonostante l'emergere di importanti spinte al rialzo dei rendimenti – tale spread non ha conosciuto alcun ampliamento duraturo né significativo; al contrario, **più volte è sceso in territorio negativo**.

Lo stesso è avvenuto sulla scadenza trentennale (Grafico 2): i rendimenti dei titoli di Stato italiani e di quelli tedeschi si sono allineati all'altezza di novembre 2025, e da allora la Francia non ha più recuperato stabilmente il marcato vantaggio detenuto ancora a metà 2025.



Diverso il caso delle scadenze **sulla parte corta della curva dei rendimenti**: qui, come mostra l'andamento del titolo biennale (Grafico 3), **lo yield sui titoli francesi resta inferiore** a quello dei titoli italiani, **ma la differenza si è notevolmente ridimensionata** rispetto al passato, e oggi ammonta a pochi decimali – in diversi casi centesimi – di punto percentuale.



In altre parole, è opinione degli investitori che il **rischio espresso dai titoli di Stato italiani** sia **comparabile a quello degli analoghi francesi** sulle scadenze a **breve termine**, mentre sulla **parte lunga della curva** il rischio sovrano italiano appare ormai **minore**.

Un importante test in questo senso è rappresentato dal recente **rialzo dei tassi** di interesse da parte della Bce lo scorso **10 settembre**: nelle ore successive all'annuncio del rialzo i rendimenti dei titoli di Stato sono cresciuti sia per la Francia che per l'Italia, ma senza che la dinamica sopra riscontrata – **spread negativo sulla parte lunga e marginalmente positivo sulla corta** – ne venisse alterato. Ciò conferma che i mercati oggi prezzano un rischio prospettico maggiore per la Francia rispetto all'Italia.

Spostando lo sguardo **su un orizzonte temporale più ampio** e assumendo come punto di partenza il settembre 2023, emerge come i recenti movimenti dei bond si collochino in un più vasto processo di ricalibrazione del rischio sovrano europeo:

Rendimenti dei titoli di Stato: confronto settembre 2026 vs settembre 2023					
Paese	Periodo	1 anno	2 anni	10 anni	30 anni
Francia	Settembre 2023	3,770%	3,370%	3,242%	3,550%
	Settembre 2026 (1-10)	2,960%	3,206%	4,238%	4,999%
	Differenza	-0,810%	-0,164%	0,996%	1,449%
Italia	Settembre 2023	3,930%	3,780%	4,446%	4,720%
	Settembre 2026 (1-10)	2,913%	3,216%	4,190%	4,800%
	Differenza	-1,017%	-0,564%	-0,256%	0,080%
Germania	Settembre 2023	3,650%	3,190%	2,660%	2,830%
	Settembre 2026 (1-10)	2,754%	3,020%	3,390%	4,020%
	Differenza	-0,896%	-0,170%	0,730%	1,190%

Il **confronto con il settembre 2023** è particolarmente utile, poiché in quel mese i rendimenti hanno toccato un picco relativo, seguito da una fase di intonazione maggiormente ribassista nei mesi conclusivi dell'anno. Confrontando i valori che si registravano allora con quelli odierni emerge che:

- Tra le quattro principali economie dell'Eurozona, **solo l'Italia** esibisce oggi **rendimenti** sostanzialmente **pari o inferiori a quelli raggiunti in quella data**.
- **La Germania ha visto i rendimenti diminuire** rispetto al valore di settembre 2023 **solo nella parte corta della curva** – conseguenza, soprattutto, del taglio dei tassi di policy ad opera della

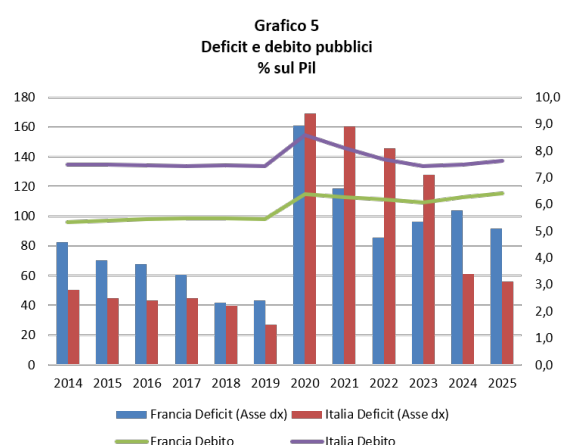
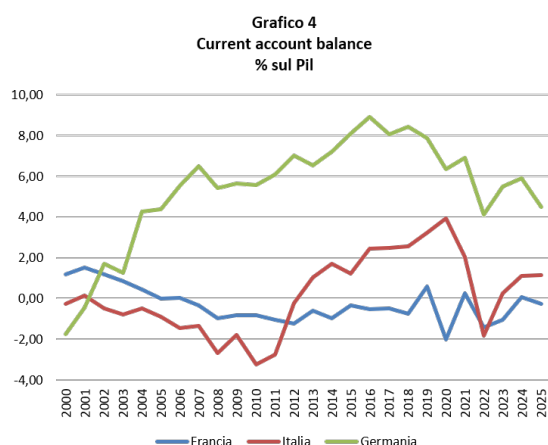
Bce. **Nella parte lunga**, invece, **è accaduto il contrario**: a prevalere, in questo caso, sono stati evidentemente i timori per le deboli prospettive di crescita dell'economia tedesca nel medio-lungo termine.

- Dopo alcune settimane di discesa, da dicembre 2023 i **rendimenti dei titoli di Stato francesi** hanno imboccato una **traiettoria ascendente nella quale appaiono tutt'oggi incanalati**. Lo scoppio della guerra in Iran e il conseguente ricalibrarsi delle aspettative di inflazione in Europa non hanno insomma costituito – come invece è stato nel caso italiano – una marcata discontinuità rispetto all'andamento dei precedenti due anni.

Le ragioni del rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato francesi sono grossomodo le medesime che avevamo analizzato nel nostro precedente approfondimento⁴: esse vanno al di là della sola **manca di disciplina fiscale**, e affondano le radici nello **squilibrio della bilancia delle partite correnti**, e in particolare di quella commerciale.

Debito, deficit e saldo delle partite correnti

Debito pubblico, deficit pubblico e saldo delle partite correnti sono dunque le tre metriche fondamentali alla cui evoluzione negli ultimi 12 mesi è ora opportuno rivolgere la nostra attenzione.



Come evidenziano i grafici sopra riportati:

- **Nel 2025 il rapporto debito pubblico / pil della Francia ha superato il picco registrato nel 2020**, a differenza di gran parte dei Paesi dell'Eurozona, *in primis* l'Italia. La distanza tra i rapporti debito/pil dei due Stati, inoltre, si è quasi dimezzata in soli 5 anni, passando dal picco dei quasi 40 punti percentuali del 2020 ai 21,5 del 2025.
- Ancora più importante, **negli anni successivi alla pandemia il deficit pubblico francese ha toccato un minimo del 4,7% nel 2022**, restando al di **sopra del 5% nei successivi tre anni**. Diversa la traiettoria dell'**Italia**, che, dopo aver registrato deficit più elevati (in rapporto al pil) nel quadriennio 2020-23, nei due anni successivi ha visto il deficit scendere **in prossimità della soglia del 3%**.
- Segnali negativi per l'economia francese arrivano poi dalla **bilancia delle partite correnti**: se nel 2024 la Francia aveva registrato un surplus – ancorché poco più che simbolico (0,09% del pil, circa 2,9 miliardi) – nel 2025 il saldo è tornato in territorio negativo (-0,27%, circa -14,8 miliardi), riportandosi così in linea con l'andamento dell'ultimo decennio. Il saldo della bilancia

⁴ Non solo debito pubblico: perché le difficoltà della Francia sono strutturali, cit.

delle partite correnti della Francia è infatti – **con tre sole eccezioni (2019, 2021, 2024) – in rosso dal 2007**. Al contrario, il saldo italiano è in positivo dal 2013, con la sola eccezione del 2022, anno del picco dell'inflazione energetica nell'Area Euro.

Aggrava ulteriormente le prospettive di Parigi la fase di **elevata instabilità politica** che caratterizza il Paese. Nuove elezioni per la Presidenza della Repubblica sono attese per la primavera del 2027 e nessuno tra i candidati più accreditati nei sondaggi appare intenzionato a farsi carico di importanti manovre di aggiustamento fiscale. Al contrario, tra questi sono emerse anche proposte radicali, come quella di **cancellare il debito pubblico francese detenuto dalla Bce (circa 600 miliardi)**⁵ – proposta che ha del resto già incontrato un netto rifiuto da parte di Christine Lagarde⁶.

Conclusione: la ricalibrazione dei rischi sovrani nell'Eurozona

Riassumiamo ora le principali evidenze di questa nota e proviamo a trarre qualche conclusione.

1. Con il riaccendersi del **conflitto mediorientale** alla fine di luglio, è tornata **forte la preoccupazione dei mercati per l'inflazione** e per i tassi. Costi più elevati del servizio del debito sono infatti destinati a porre in difficoltà le finanze pubbliche di diversi Paesi, tra cui Usa, UK, Giappone e diversi membri dell'Area Euro.
2. Nell'Eurozona, in particolare, appare ormai lontana la fase in cui, con il QE della Bce, era possibile indebitarsi a tassi prossimi allo zero o, addirittura, negativi in termini reali. A partire dal 2022, infatti, l'inflazione è tornata su un livello mediamente superiore al target del 2%, costringendo la banca centrale ad abbandonare la politica monetaria ultra-espansiva degli anni precedenti. Se ancora nel 2025 diversi analisti confidavano che l'inflazione sarebbe rapidamente tornata sui livelli del pre-pandemia, lo scoppio della guerra in Iran a fine febbraio 2026 ha determinato un nuovo rialzo dei prezzi e costretto i banchieri centrali a rivedere i propri programmi, muovendo in direzione di uno **scenario di tassi più alti più a lungo (higher for longer)**. La conferma a questo proposito è arrivata con il rialzo del 10 settembre.
3. Si tratta di una situazione ricca di insidie per diverse tra le economie dell'Eurozona. È però lecito ritenere che **oggi “l'anello debole” del mercato dei titoli sovrani europei sia la Francia, e non più l'Italia come 15 anni fa**. L'Italia, in effetti, può oggi contare su un surplus primario del saldo dei conti pubblici (17,8 miliardi nel 2025) e su una bilancia commerciale stabilmente in positivo (circa 51 miliardi di surplus nel 2025); per contro, nello stesso anno la **Francia** ha registrato un **deficit di 88 miliardi** e un saldo della bilancia commerciale pari a **-14 miliardi**.
4. **L'elevato debito pubblico italiano** continua certamente a costituire **una rilevante fonte potenziale di instabilità**. Tuttavia, il fatto che negli ultimi mesi i rendimenti dei titoli di Stato italiani e di quelli francesi siano risultati sostanzialmente allineati – con lo spread Italia-Francia negativo in più di un'occasione – rende manifesto che oggi il più elevato indebitamento pubblico italiano è **controbilanciato** – nelle valutazioni degli investitori – **da una posizione prospettica dell'Italia più positiva rispetto a quella della Francia**.
5. Se al quadro ora delineato aggiungiamo anche i rendimenti tedeschi – in crescita da ben prima dello scoppio della guerra tra Usa e Iran – possiamo sintetizzare queste linee di tendenza nei termini di una **ricalibrazione del rischio sovrano all'interno dell'Eurozona**: il Bund non è più

⁵ E. Vasques, *Francia, Mélenchon vuole cancellare 600 miliardi di debito: si può fare?*, EuroNews, 27 agosto 2026.

⁶ J. Treeck, *Lagarde rejects far-left Mélenchon's debt-cancellation plan*, Politico, September 10th, 2026.

il porto sicuro che era ancora solo 10 anni fa, e la Francia sta iniziando a pagare il prezzo di una spesa pubblica fuori controllo e di conti con l'estero stabilmente in rosso.

6. **Con le elezioni 2027 che si avvicinano**, è prevedibile che le **pressioni al rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato della Francia** si mantengano forti. Nel caso di tensioni finanziarie particolarmente intense, in linea teorica sarebbe pur sempre ipotizzabile un **intervento della Bce** tramite i diversi strumenti a disposizione, da quelli convenzionali (ribasso dei tassi di interesse) a quelli non convenzionali (TPI e QE). È però **dubbio che azioni di questo tipo ricevessero l'indispensabile via libera della Germania**, dove fra l'altro l'attuale governo Merz deve fare i conti con l'emergere di una forza politica come la AfD, ancora più avversa a questo genere di misure. Per la Francia non sembra insomma più eludibile la prospettiva di un **riaggiustamento interno** che punti ad un ridimensionamento del deficit pubblico e ad un riequilibrio strutturale della bilancia commerciale.

Autori: Vladimiro Giacché, Michele Tonoletti

U.O. Studi e Marketing Strategico

Direzione Comunicazione, Studi e Innovazione Digitale

Banca del Fucino

Dati aggiornati al 10 settembre 2026

Le informazioni e i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione, alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati.

Per il testo di questo approfondimento non è stato fatto uso dell'IA.