

CONTRARIAN

**QUEL DEBITO PUBBLICO
CHE IN FRANCIA LEGA LE
MANI A LE PEN E SINISTRA**

► La Francia è oggi il catalizzatore dell'attenzione per i mercati finanziari, in maniera simile a quanto avveniva per l'Italia fino a qualche anno fa. In termini strutturali, al di là del risultato elettorale di questi giorni, preoccupano due aspetti.

Da un lato, sul piano della finanza pubblica preoccupa il debito pubblico francese. In termini assoluti, è ormai il più elevato tra i Paesi europei e ha visto una crescita molto rapida negli ultimi anni. Oggi ammonta a oltre tremila miliardi e supera, sempre in termini assoluti, di 200 miliardi il nostro debito pubblico, arrivando a oltre 110% del pil. Proprio due mesi fa, il Fondo Monetario, nel rapporto article IV, metteva in guardia sulla spirale del debito. Sempre recentemente, proprio citando la dinamica del debito, S&P ha tagliato il rating sovrano francese ad AA-. Probabilmente, si tratta di un rating ancora generoso per le metriche attuali del paese.

Dall'altro, sul piano politico, i mercati guardano con preoccupazione l'affermarsi di due formazioni, all'estrema destra e sinistra dello schieramento, con programmi economici considerati fiscalmente irresponsabili, venati da tendenze anti-mercato e anti-europee e spesso con connotazione protezionistica. Più in generale, gli investitori rimarkano una scarsa sensibilità del sistema politico francese ai temi di finanza pubblica e un'opinione pubblica particolarmente ostile a politiche di riduzione della spesa pubblica e consolidamento fiscale. Molti, per esempio, attribuiscono l'impopolarità del presidente Emmanuel Macron all'aver spinto per riforme come quella delle pensioni, volte a rendere più sostenibile la spesa nel welfare.

In questo quadro si sono svolte le elezioni legislative chiamate a sorpresa dal presidente dopo la sconfitta subita alle europee.

La decisione di Macron di sciogliere l'Assemblea Nazionale ha sorpreso la classe politica ma ha anche preso di sorpresa i mercati, che erano rimasti sostanzialmente indifferenti di fronte allo scrutinio europeo. Abbiamo quindi assistito a un paio di settimane di grande volatilità sui titoli sovrani francesi

e un certo contagio anche su quelli degli altri paesi del sud Europa. Il rischio politico, sparito da tempo dall'Europa, si è rapidamente catalizzato sulla Francia secondo lo spartito classico: aumento degli spread, vendita dell'equity, indebolimento dell'euro. In molti hanno iniziato a scommettere e prendere posizioni sull'ipotesi che la Spagna nel medio termine chiuda lo spread con la Francia. Di fronte a questa volatilità, si è arrivati perfino a invocare il possibile utilizzo del Tpi, il meccanismo della Bce d'acquisto di titoli mirato a un paese, volto a contrastare dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate che rappresentano una minaccia alla trasmissione della politica monetaria.

Non sembra, per fortuna, al momento necessario. Il primo turno elettorale di questa domenica ha lasciato aperti molti interrogativi, più di quanti ne abbia risolti. Tuttavia, in attesa che il quadro delle alleanze per il secondo turno si definisca, il risk premium formatosi sui mercati nei giorni precedenti lo scrutinio si sta mitigando. Si sono ristretti gli spread, sono diminuiti i rendimenti dei titoli sovrani e sono tornati gli acquisti sul Cac40. In un certo senso, i mercati sembrano percepire non imminente la formazione di un governo delle ali estreme e scommettere su un parlamento e quindi un governo senza maggioranze definite.

Difficile, tuttavia, immaginare che in questo scenario si possano affrontare anche solo alcuni dei nodi strutturali del Paese, in primis il debito pubblico.

Un segnale di passi indietro nell'agenda riformista arriva già: l'attuale governo ha deciso in queste ore di rinviare la annunciata da tempo riforma dell'assicurazione contro la disoccupazione, che ne avrebbe modificato i termini considerati troppo generosi.

La capacità di manovra di un governo senza maggioranze non potrebbe che essere limitata. I mercati nel corto termine potrebbero non volersene accorgere e preferirlo ad un governo a forte connotazione, di destra o di sinistra che sia. (riproduzione riservata)

Fabrizio Pagani

Partner **Vitale & Co.**, professore SciencesPo

