

IO CPI

Lo spread della Francia ha raggiunto quello dell'Italia

di Giampaolo Galli, Gianmaria Olmastroni

11 settembre 2025

Nel 2020 lo spread della Francia era tra i più bassi dell'Eurozona, ma negli ultimi anni si è alzato, mentre quello di altri Paesi, un tempo considerati più rischiosi, si è abbassato: i titoli francesi hanno ora tassi d'interesse superiori a Grecia e Spagna e pari a quelli italiani. Nonostante una dinamica generalmente favorevole di tasso d'interesse e crescita del Pil, i continui ed elevati deficit primari hanno spinto il debito/Pil al 113%. A politiche invariate, il rapporto è previsto crescere fino al 135% nel 2034. La crisi politica rende poco verosimile un risanamento duraturo dei conti pubblici, a differenza dell'Italia, che, nella valutazione dei mercati e delle agenzie di rating, sembra determinata a riportare sotto controllo la dinamica del debito.

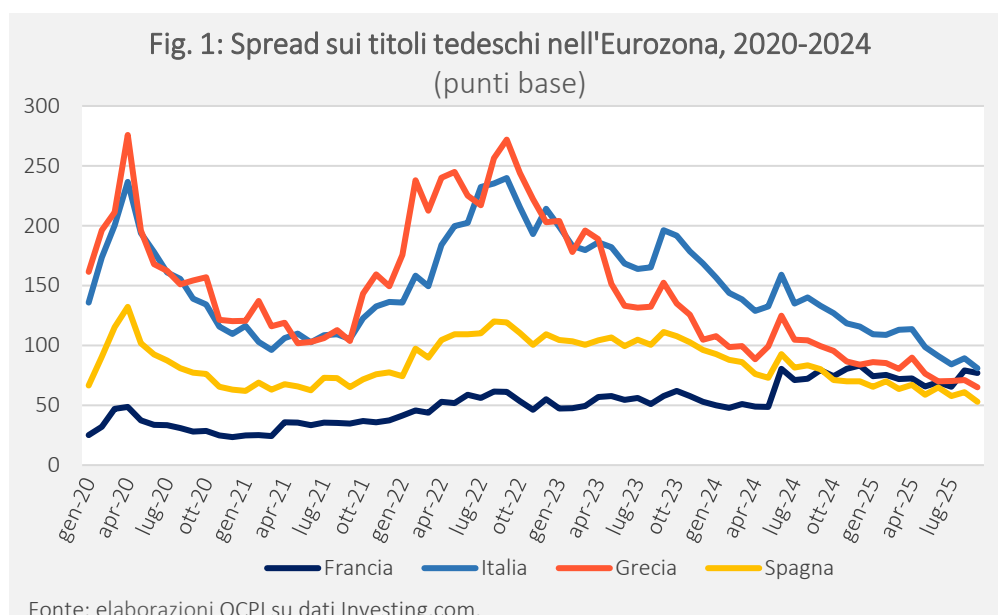
* * *

L'8 settembre scorso, per la prima volta nella storia della Quinta Repubblica francese, nata nel 1958, un governo è caduto non perché i partiti lo hanno sfidato approvando una mozione di censura, ma perché il premier ha preso l'iniziativa di chiedere la fiducia, e non l'ha ottenuta. Il governo di François Bayrou è caduto infatti dopo aver sottoposto al voto di fiducia una legge di bilancio con tagli da oltre 40 miliardi. L'ormai ex premier ha espresso forte preoccupazione per lo stato delle finanze pubbliche, il cui risanamento sarebbe una "questione di urgenza vitale".¹ Nel frattempo, il tasso d'interesse sui titoli francesi è salito e ha quasi raggiunto quello sui titoli italiani, nonostante il nostro debito sia più alto (135% del Pil contro 113%). Questa nota descrive perché i mercati sono preoccupati, perché l'Italia, a differenza della Francia, sta recuperando credibilità, e come quest'ultima è arrivata ad avere un debito così alto.

¹ Vedi "[Bayrou, riduzione debito è urgenza vitale per la Francia](#)", ANSA, 8 settembre 2025.

Lo spread e i rating

Nel 2020 lo spread della Francia era tra i più bassi dell'Eurozona (50 punti base): ciò significa che il rischio attribuito ai titoli francesi era solo di poco superiore a quello dei titoli tedeschi, considerati i più sicuri.² Negli ultimi anni lo spread francese si è alzato, mentre quello di altri Paesi, un tempo considerati più rischiosi, si è abbassato (Fig.1): i titoli spagnoli hanno tassi d'interesse inferiori a quelli transalpini già da ottobre 2024; da giugno di quest'anno anche lo spread della Grecia, il cui debito è al 150% del Pil, è inferiore a quello francese. Adesso lo spread dei titoli francesi è di 79 punti base, molto vicino a quello italiano (84), che sta scendendo: la Francia potrebbe presto diventare il Paese dell'Eurozona con lo spread più alto.

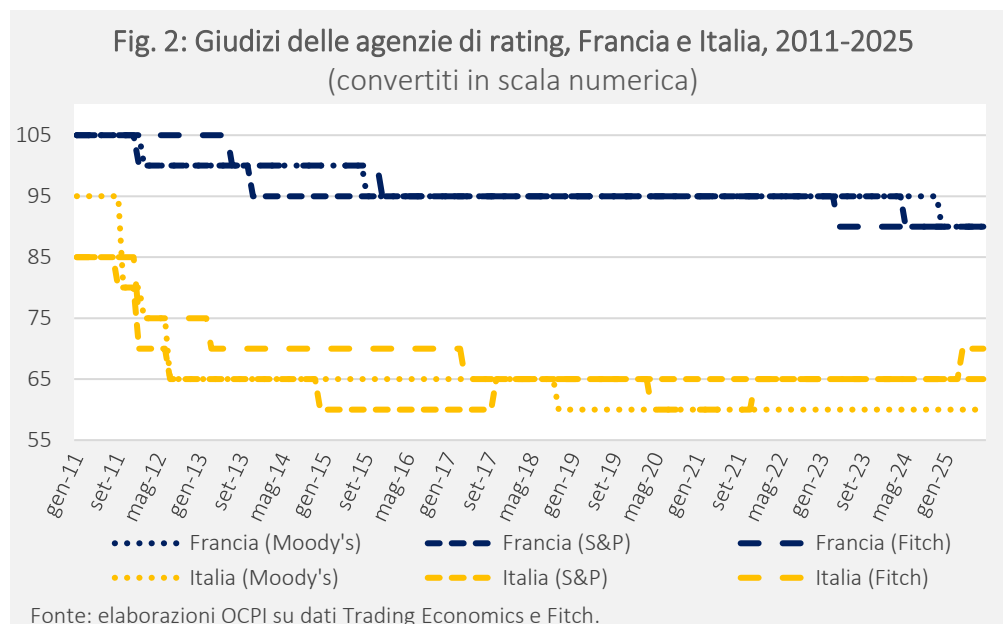


Anche le agenzie di rating stanno sottoponendo a revisione i titoli francesi, un tempo valutati come tripla A (il miglior giudizio possibile). Il rating, già abbassato durante la crisi del debito del 2011-12, è stato ulteriormente declassato nel corso del 2024, quando Macron ha sciolto le camere e indetto elezioni anticipate, e adesso si trova nella parte inferiore della prima fascia (AA- per S&P e Fitch, Aa3 per Moody's, Fig.2): ciò significa che i titoli sono ancora considerati di alta qualità, ma con il rischio che le finanze pubbliche si deteriorino, e con esse l'affidabilità creditizia.³ L'abbassamento del rating è un segnale forte, perché le agenzie, nella loro valutazione, considerano più i

² Non a caso, lo shock pandemico di marzo 2020 ha avuto un impatto minimo sui rendimenti rispetto ad altri Paesi considerati più rischiosi, come Grecia, Italia e Spagna.

³ Nella Fig. 3, i giudizi delle agenzie di rating sono stati convertiti in valori numerici per una miglior visualizzazione, partendo da un massimo ("AAA" per S&P e Fitch, "Aaa" per Moody's) di 105.

fondamentali economici rispetto ai “rumors” momentanei, e quindi abbassano il rating solo di rado, quando i dati suggeriscono un effettivo e duraturo deterioramento delle finanze pubbliche.⁴



Nel caso specifico francese, le preoccupazioni delle agenzie sono:

- La crisi politica, che ad oggi rende poco verosimile un risanamento duraturo dei conti pubblici. Da gennaio 2024 la Francia ha avuto tre governi: alla caduta del primo (Attal) sono seguite le elezioni anticipate, che non avvenivano dal 1997; il secondo (Barnier) e l'ultimo (Bayrou) sono entrambi caduti dopo aver proposto una legge di bilancio volta a ridurre il deficit.⁵
- Lo scostamento, negli ultimi anni, tra il deficit effettivo e l'obiettivo fissato in legge di bilancio. Nel 2023, il deficit è stato del 5,4%, invece del 4,9% previsto; nel 2024 del 5,8% invece del 4,4%; l'obiettivo per il 2025 è il 5,4%, che secondo le ultime previsioni del Fondo Monetario Internazionale (FMI) dovrebbe essere rispettato.
- Un ulteriore rialzo della spesa per interessi, che aumenterebbe ulteriormente il deficit e il debito.

⁴ Per un confronto sintetico tra la valutazione dei mercati e quella delle agenzie, vedi la nostra precedente nota ["Le agenzie di rating: come valutano l'Italia nel contesto globale"](#), 16 luglio 2025.

⁵ Verso Barnier è stata mossa una mozione di sfiducia dopo il suo tentativo di approvare una legge di bilancio con tagli da 40 miliardi senza passare dal parlamento, sfruttando un articolo della Costituzione francese. ["È caduto il governo francese"](#), *Il Post*, 4 dicembre 2024. Il governo Bayrou ha invece sottoposto al voto di fiducia la legge di bilancio, perdendo. Vedi ["È caduto il governo francese, di nuovo"](#), *Il Post*, 8 settembre 2025.

- L'indebolimento della crescita, dovuto sia alla frammentazione del commercio globale derivante dai dazi, sia alla crisi della Germania, il principale partner commerciale.⁶

L'Italia ha una valutazione peggiore della Francia, attestandosi nella terza fascia (BBB+ per S&P, BBB per Fitch e Baa3 per Moody's), il livello più basso della categoria "Investment grade": sotto a questo livello, i titoli sono considerati "speculativi" in quanto il rischio d'insolvenza diventa rilevante. Tuttavia, il rating dell'Italia sta migliorando, perché le agenzie valutano positivamente la determinazione del Ministro dell'Economia nel voler riportare sotto controllo la dinamica del debito; inoltre l'attuale governo è già oggi uno dei più longevi di sempre e una sua caduta appare ad oggi improbabile. Infine, nel 2024 il deficit (3,4%) è stato inferiore sia all'obiettivo di inizio anno (4,3%) sia alle previsioni delle varie istituzioni, grazie a un andamento delle entrate migliore del previsto.⁷

Al contrario della Francia, l'Italia si trova in una situazione politica stabile, e sta tentando di ridurre il debito. In Francia la maggioranza della Camera che ha bocciato il governo Bayrou dichiara di opporsi ai provvedimenti necessari a rallentare la crescita del debito.

La dinamica del debito francese

Dal secondo dopoguerra, il debito pubblico francese è stato stabile intorno al 20% del Pil fino agli anni '80, quando aumentò raggiungendo il 37% del 1990, un livello basso per gli standard odierni, ma sufficiente all'epoca per indurre i mercati a chiedere rendimenti più alti. Proprio a causa della percepita rischiosità del debito francese, negli anni '90 la differenza fra tasso di interesse (i) e tasso di crescita (g) fu molto penalizzante e fu la principale causa di un'ulteriore crescita del debito/Pil, unita a un leggero deficit primario (0,6% in media nel decennio, Tav.1). Il rapporto raggiunse il 60% nel 2000 (Fig.3).⁸

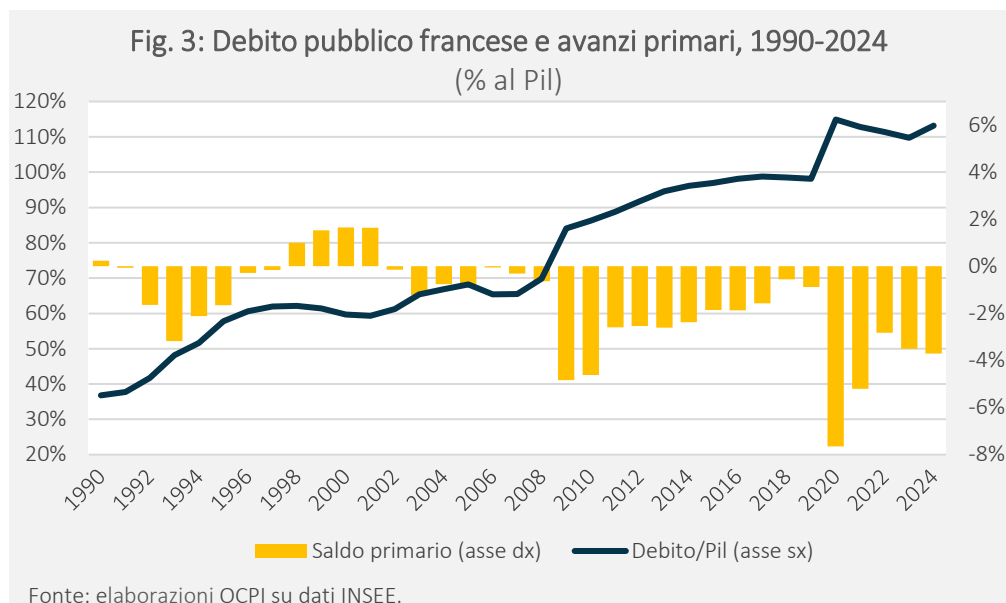
⁶ Per approfondire le motivazioni sottostanti ai giudizi, vedi gli ultimi comunicati sulla Francia di [S&P](#), [Fitch](#) e [Moody's](#).

⁷ I dati mensili suggeriscono che anche nel 2025 le entrate possano superare le aspettative. Vedi la nostra precedente nota ["Anche nel 2025 le entrate dello Stato stanno andando meglio del previsto"](#), 26 giugno 2025. Per le motivazioni del positivo andamento delle entrate nel 2024, vedi la nostra precedente nota ["Boom di entrate tributarie nel 2024: perché?"](#), 15 maggio 2025.

⁸ La tav. 1 è costruita sulla base della seguente scomposizione della crescita del debito:

$$\Delta d_t = pd + \frac{i-g}{1+g}d_{t-1} + SFA$$

dove dt è il rapporto debito/Pil dell'anno t , pd è il deficit primario in rapporto al Pil, SFA è l'aggiustamento stock-flussi (ossia la differenza tra variazione del debito e deficit), sempre in



Tav. 1: Determinanti del rapporto debito/Pil

(per semplicità calcolati come media nel periodo, % al Pil)

	1990-1999	2000-2007	2008-2013	2014-2019	2020-2024
Deficit primario	0,6	0,0	3,0	1,5	4,6
<i>i</i>	6,9	4,7	3,3	2,0	1,6
<i>g</i>	3,5	4,2	1,5	2,3	3,8
<i>i-g</i>	3,4	0,5	1,8	-0,3	-2,2
Effetto snowball	1,6	0,3	1,3	-0,3	-2,4
Aggiustamento stock-flussi	0,4	0,2	0,5	-0,6	0,8
Variazione annua del rapporto debito/Pil (punti percentuali)	2,6	0,5	4,8	0,6	3,0

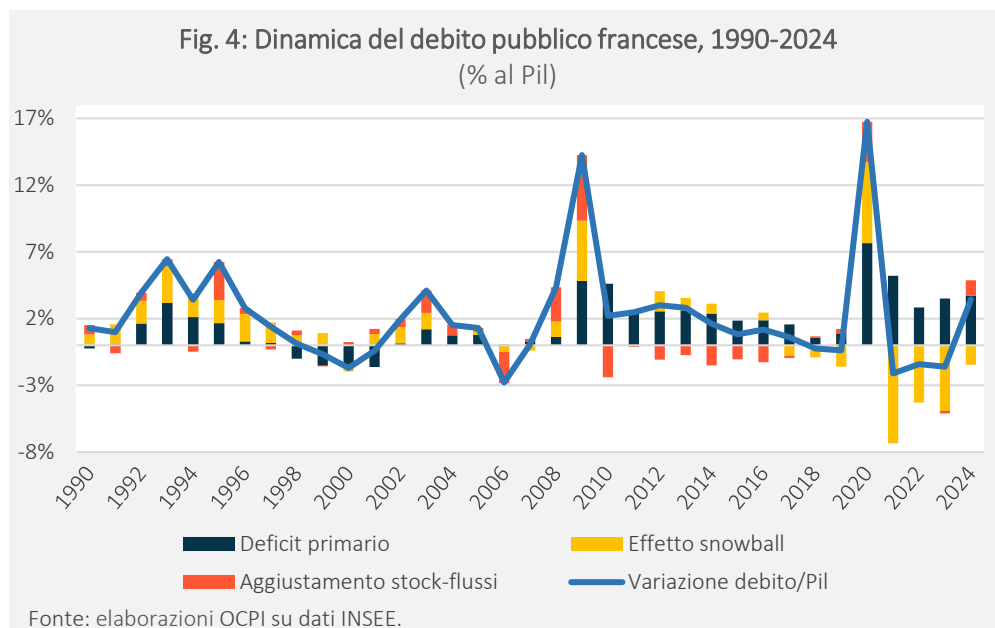
Fonte: Elaborazioni OCPI su dati INSEE.

Dopo l'avvio nell'euro la politica di bilancio fu più oculata (bilancio primario in pareggio in media nel periodo 2000-2007), con un leggero aumento del debito fino al 65% del 2007, dovuto a un effetto snowball ancora positivo.⁹

È tra il 2008 e il 2013, con le due crisi, che il rapporto è salito di molto: vi ha contribuito un effetto snowball positivo, dovuto alla recessione del 2009 e alla bassa crescita degli anni seguenti, ma la causa principale sono stati gli elevati deficit primari (Fig.4). Il rapporto debito/Pil è così arrivato al 95% nel 2013.

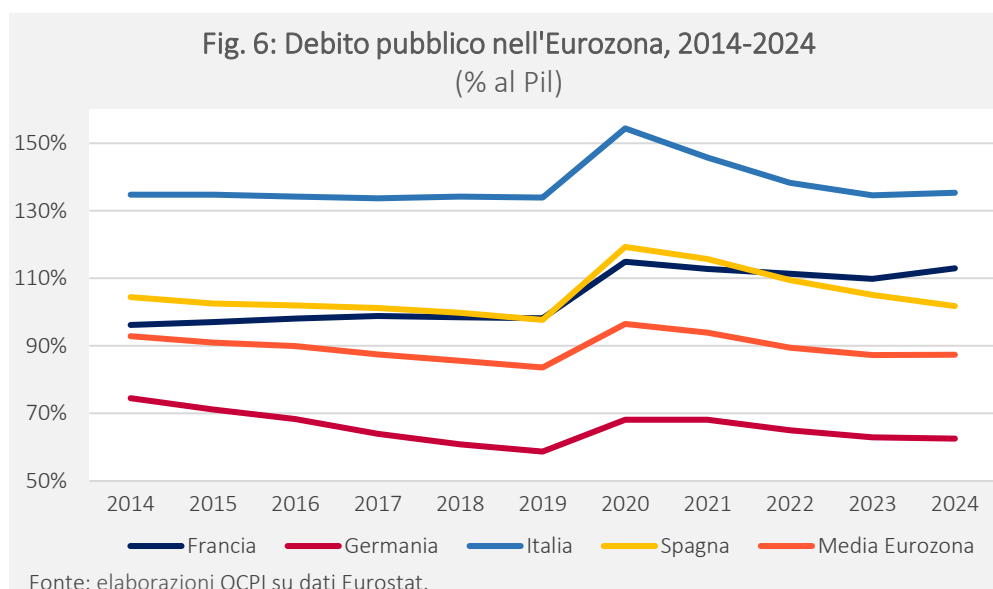
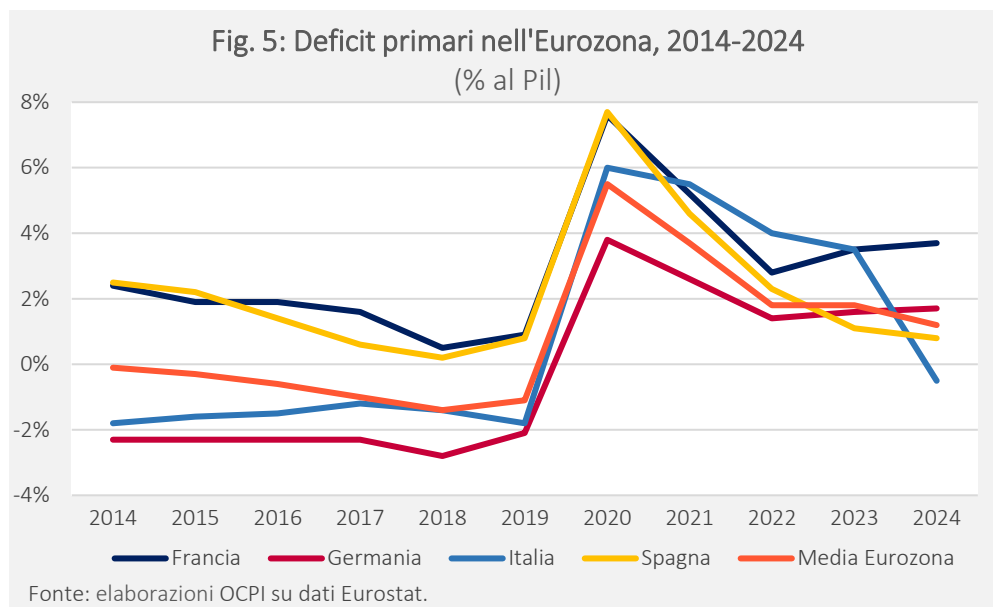
rapporto al Pil. *i* è il tasso di interesse medio sul debito pubblico, ottenuto rapportando la spesa per interessi nell'anno *t* con lo stock di debito alla fine dell'anno precedente, *g* è il tasso di crescita del Pil nominale e Δ indica la variazione rispetto all'anno precedente. Il termine centrale è il cosiddetto "effetto snowball", che misura quanto il rapporto viene impattato da fattori non controllati direttamente dal governo, ossia il tasso di interesse sul debito e il tasso di crescita dell'economia.

⁹ Ad essere più precisi, sono stati registrati avanzi primari solo nel 2000 e nel 2001 (1,6% in media). Negli anni seguenti il bilancio è sempre stato in leggero deficit primario (0,5% in media nel 2002-2007).



Dal 2014 al 2019, nonostante i tassi d'interesse fossero molto bassi, la differenza *i-g* è stata solo leggermente favorevole (-0,3% in media), a causa di una bassa crescita. Resta il fatto che anche con modesti avanzi primari il rapporto sarebbe tornato in discesa. In quegli anni la Francia ha però continuato a fare deficit primari (1,5% in media, molto più che nei precedenti periodi "di quiete"), portando gradualmente il debito al 98% nel 2019.

Nel 2020, con il crollo del Pil dovuto al Covid il rapporto è salito di 17 punti percentuali, un aumento simile a quanto avvenuto in altri Paesi europei. Tuttavia, il deficit primario della Francia è stato sempre tra i più alti dei principali Stati europei, occupando la prima posizione nel 2023 (3,5%, a pari merito con l'Italia, contro una media dell'1,6% nell'Eurozona) ma soprattutto nel 2024 (3,7% a fronte di una media euro dell'1,2%, Fig.5). Di conseguenza, la Francia è l'unico grande Paese dell'Eurozona il cui rapporto debito/Pil è rimasto all'incirca lo stesso del 2020 (Fig.6).

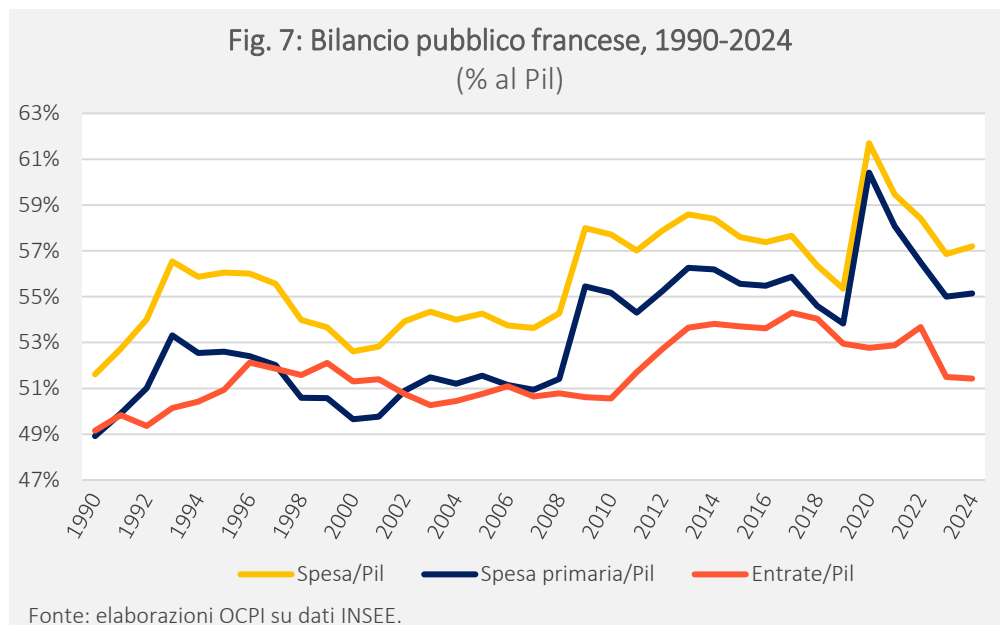


L'aumento del deficit

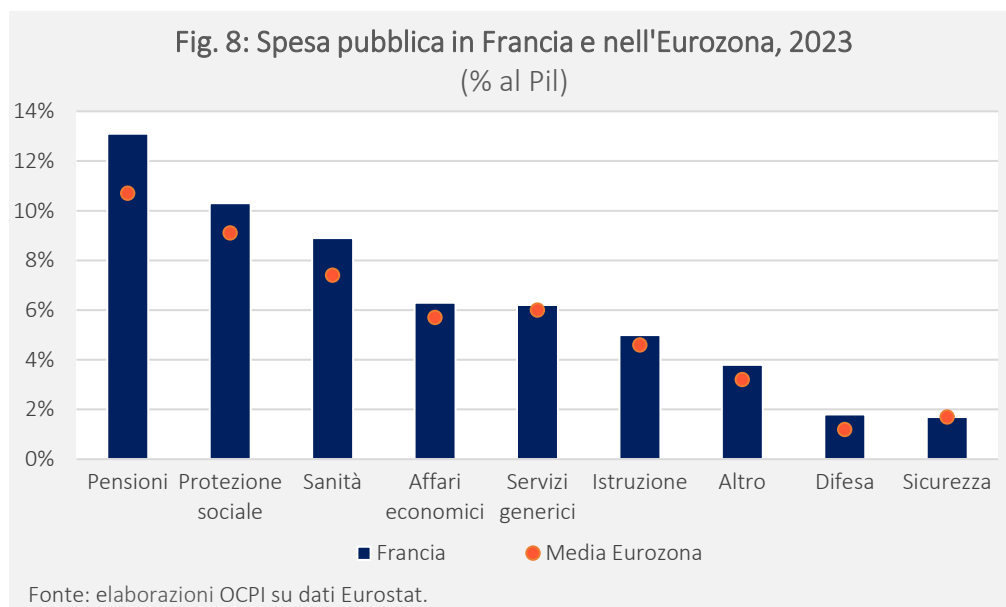
Nel lungo periodo, l'aumento del deficit sembra dovuto non a una diminuzione delle entrate ma ad un aumento della spesa, in particolare dopo la crisi del 2008 (Fig.7). Nei decenni precedenti la spesa era rimasta intorno al 50% del Pil. L'alto livello raggiunto tra il 2009 e il 2013 (54,6% in media) per sostenere l'economia in crisi è stato protratto negli anni seguenti (55,3% in media tra il 2014 e il 2019). Anche le entrate sono aumentate rispetto al periodo di crisi (media del 51,7% contro il 53,7% nel 2014-2019), ma non abbastanza da riportare il deficit primario al livello pre-2008.

Dopo il Covid, c'è stata però un'inversione di tendenza: dal 2022 al 2024 la spesa primaria è scesa di 1,4 punti percentuali (dal 56,5% al 55,1%), ma le entrate sono calate di 2,3 punti (dal 53,7% al 51,4%). Il recente peggioramento

del deficit primario, passato dal 2,9% del 2022 al 3,7% del 2024, è quindi interamente dovuto alle minori entrate.



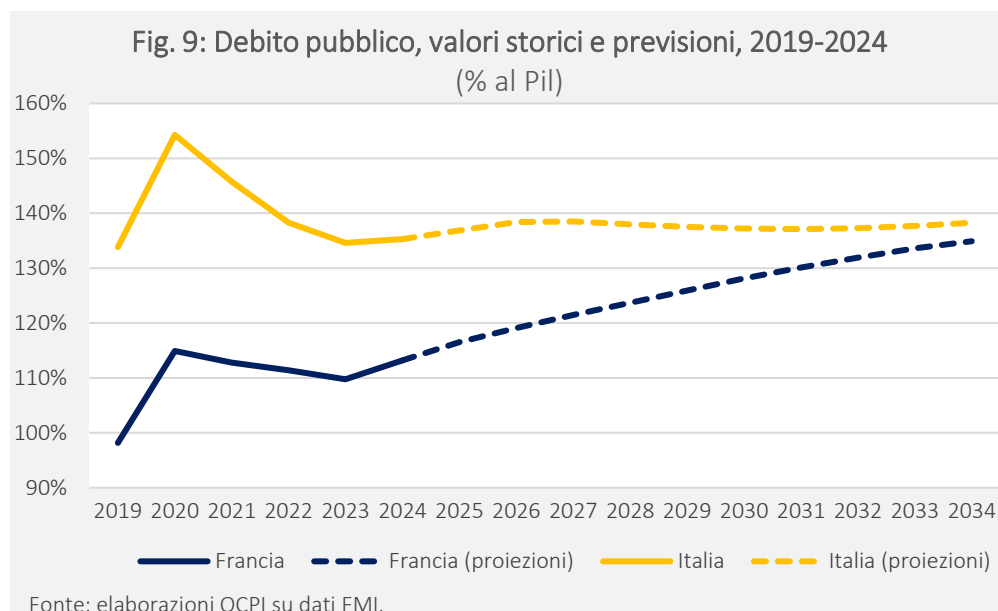
Il rapporto tra spesa pubblica e Pil è molto elevato (57% nel 2023, a fronte di una media nell'Eurozona del 50%) ed è tra i più alti al mondo.¹⁰ La spesa è composta soprattutto da pensioni (13,1% del Pil nel 2023 contro una media Euro dell'11%), altre forme di protezione sociale e sanità. La spesa francese supera la media dell'Eurozona in quasi tutte le categorie (Fig.8).



¹⁰ Nel 2023 si posizionava dietro solo a vari microstati e all'Ucraina, che è in guerra. Vedi [il sito del FMI](#).

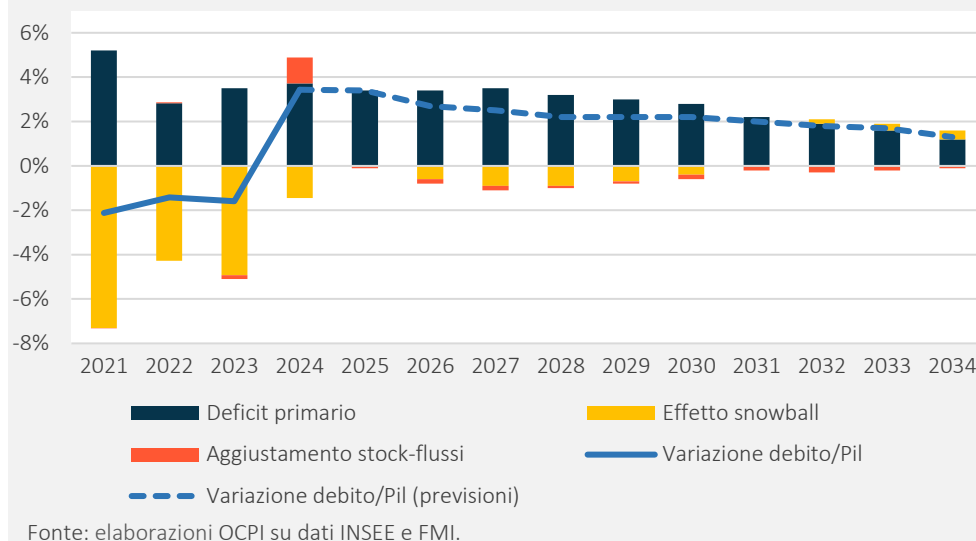
Le previsioni

Il rapporto annuale del FMI, pubblicato a luglio, contiene le previsioni sull'andamento tendenziale, ossia a politiche invariate, del rapporto debito/Pil.¹¹ Il debito, al 113% nel 2024, raggiungerebbe il 116,5% alla fine di quest'anno, supererebbe il 120% già nel 2027, e arriverebbe al 128% nel 2030 (Fig.9). Si tratta di una dinamica rapidamente crescente, malgrado si assuma una riduzione del deficit primario dal 3,4% nel 2025 e nel 2026 al 3% nel 2029 e in graduale discesa fino all'1,2% di fine periodo. L'effetto snowball, pur peggiorando, rimarrebbe negativo (rallentando l'aumento del rapporto) fino al 2030, per poi diventare leggermente positivo (Fig. 10); il peggioramento è spiegato dal maggior tasso d'interesse effettivo sul debito, dovuto sia all'aumento del debito sia al rialzo della spesa per interessi, che dal 2% odierno supererebbe il 3% nel 2029 e crescerebbe ulteriormente fino al 4,4% del 2034.



¹¹ Vedi FMI, [Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for France](#), 14 luglio 2025.

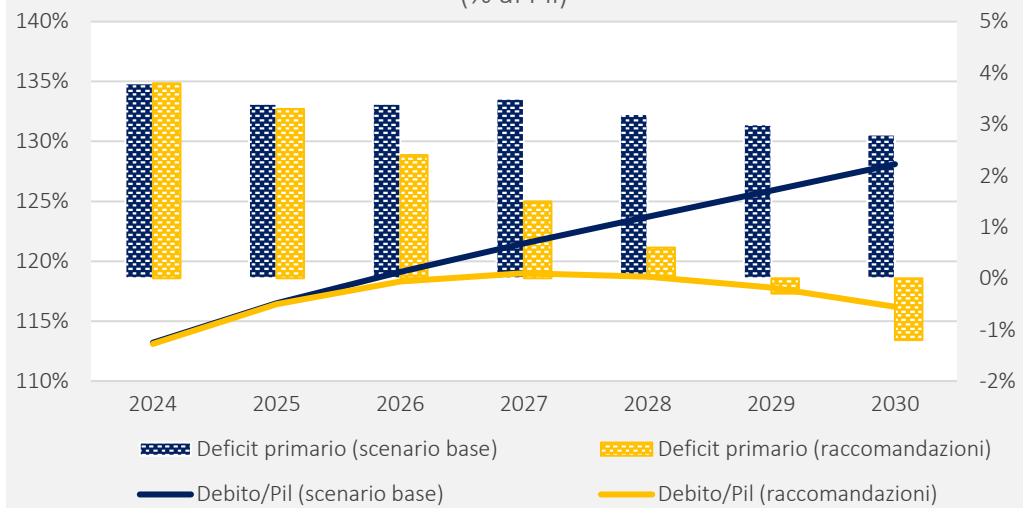
Fig. 10: Previsioni sulla dinamica del debito pubblico francese, 2021-2034
(% al Pil)



Nel 2034 il debito/Pil francese raggiungerebbe quindi il 135%, poco sotto il 138% previsto (sempre a politiche invariate) per l'Italia in quell'anno. Il FMI prevede infatti che, dal 135% di adesso, il nostro debito salga al 138% il prossimo anno e si mantenga intorno a quel valore nei seguenti (Fig.8). A differenza del caso francese, le previsioni assumono un avanzo primario medio dell'1,6% del Pil nei prossimi dieci anni. L'aumento del debito/Pil dei prossimi due anni è dovuto principalmente all'aggiustamento stock-flussi, che registrerà l'impatto di cassa del Superbonus 110%, mentre negli anni seguenti la mancata discesa del debito nonostante gli sforzi di bilancio è causata da una differenza *i-g* sfavorevole.

Tornando alla Francia, per riportare la traiettoria del debito sotto controllo il FMI raccomanda di agire dal lato della spesa, che dovrebbe ridursi, rispetto allo scenario a legislazione vigente, di un punto di Pil nel 2026, di due dal 2027 e ulteriormente negli anni successivi, fino a raggiungere il 53,7% nel 2030. Il risparmio di spesa dovrebbe riguardare il welfare, introducendo ticket di compartecipazione per servizi non essenziali e rimuovendo particolari benefici pensionistici di cui alcune categorie ancora godono; inoltre, andrebbe ridotta la dimensione dell'apparato burocratico e alcune funzioni dei governi locali dovrebbero essere centralizzate. Grazie anche a un leggero aumento delle entrate attraverso la rimozione di alcuni sgravi fiscali e regimi speciali, il deficit primario dovrebbe scendere sotto al 3% già nel 2026 e tramutarsi in avanzo dal 2029. Il debito/Pil, raggiunto il picco del 119% nel 2027, inizierebbe così la sua discesa (Fig.11). Viste le difficoltà attuali, tale scenario appare di difficile realizzazione.

Fig. 11: Previsioni su debito pubblico e deficit primario, scenario base e raccomandazioni del FMI
(% al Pil)



Fonte: elaborazioni OCPI su dati FMI.