

Francia: *No easy way out*¹

- Décadas de déficits y deuda creciente redujeron el margen fiscal
- Crisis política dificulta implementar un ajuste creíble y sostenible
- Mercado castiga a Francia, pero riesgo de contagio regional es acotado
- Escenario base: estrés prolongado, pero limitado a activos locales

Francia atraviesa un período de tensiones fiscales, políticas y financieras.

La combinación de un elevado nivel de deuda, un crecimiento económico débil y un Parlamento fragmentado ha puesto en duda la capacidad del gobierno para implementar un ajuste fiscal sostenible. Esta incertidumbre ya se ha reflejado en un aumento de la prima de riesgo soberano y en un deterioro de los activos franceses. Sin embargo, aunque han surgido algunas señales de contagio al resto de la región, el episodio continúa concentrado principalmente en Francia, y el riesgo de transmisión hacia la Eurozona permanece contenido.

El costo de postergar el ajuste

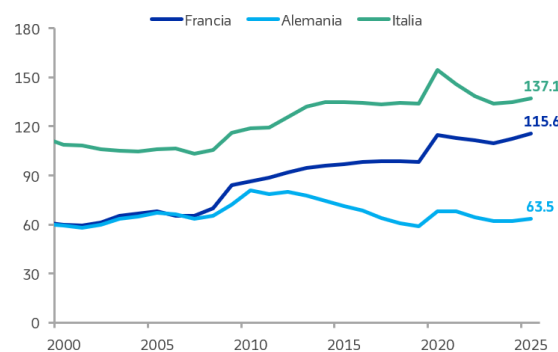
La situación actual es el resultado de décadas de déficits fiscales, que elevaron sostenidamente la deuda pública mientras las bajas tasas permitían financiarla a un costo acotado. Gran parte de los últimos 20 años, el déficit fiscal francés se ha mantenido por encima del límite fiscal europeo de 3% del PIB, y se proyecta que se mantenga sobre el 5% tanto este año como el próximo. La trayectoria de la deuda pública también refleja este deterioro: antes de la crisis financiera en 2008, Francia mantenía niveles cercanos a Alemania, pero desde entonces ambas economías se han desacoplado y el endeudamiento francés se ha aproximado progresivamente al de Italia (Gráfico 1).

La consolidación fiscal se enfrenta a un gasto elevado y concentrado en componentes sensibles, como protección social, salud y pensiones (Gráfico 2). Al mismo tiempo, aumentan las necesidades de defensa y el pago de intereses, cuyo costo se incrementa a medida que la deuda vence y debe refinanciarse a tasas más altas. En consecuencia, el gobierno debe reducir el déficit con poco margen para recortar partidas sin generar efectos sociales y políticos, mientras una proporción creciente de los recursos se destina al servicio de la deuda.

Inestabilidad política: el principal obstáculo fiscal

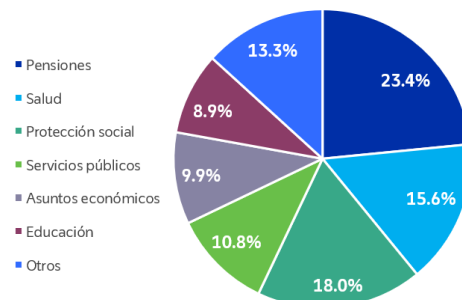
La dificultad para ordenar las cuentas públicas no es solo económica, sino también política. La coalición de Emmanuel Macron perdió la mayoría absoluta en la Asamblea en 2022 y las elecciones legislativas anticipadas de 2024 profundizaron la fragmentación, dejando a la Asamblea Nacional dividida entre varios bloques y sin una mayoría capaz de sostener al gobierno (Gráfico 3).

Gráfico 1: Deuda pública
% del PIB



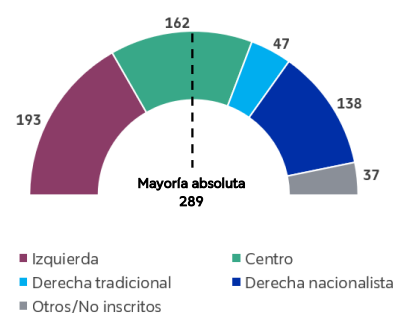
Fuente: Fondo Monetario Internacional, Unión Europea

Gráfico 2: Composición del gasto
público
2024 | % del total



Fuente: Banque de France, Agence France Trésor

Gráfico 3: Asamblea Nacional
Total de escaños: 577



Fuente: Assemblée Nationale

1. "No hay un camino fácil" canción de Robert Tepper

Desde entonces, los intentos de aprobar presupuestos más restrictivos han provocado sucesivos cambios de primer ministro, reflejando el costo político de la consolidación.

El presupuesto de 2027 constituye la prueba más inmediata, ya que contempla €43 bn en nuevas medidas de consolidación, incluyendo menor indexación de pensiones, contención del crecimiento del gasto sanitario y recortes en licencias médicas. Su aprobación requerirá concesiones a la oposición o el uso de mecanismos constitucionales que podrían exponer nuevamente al gobierno a una moción de censura. A ello se suma la cercanía de las elecciones presidenciales en abril de 2027, seguidas por las legislativas en junio. Incluso si la elección presidencial entrega un resultado contundente, el próximo gobierno podría volver a enfrentar una Asamblea dividida, prolongando la incertidumbre sobre la capacidad de implementar un ajuste fiscal creíble

Mercado castiga a Francia, pero sin contagio generalizado

La incertidumbre fiscal y política ya se ha reflejado en los mercados. El *spread* entre los bonos franceses (OAT) y alemanes (Bund) a diez años se amplió hasta niveles no observados desde la crisis de deuda europea en 2011, donde los primeros fueron vendidos y los segundos actuaron como refugio (Gráfico 4). **Esta divergencia indica que el movimiento no responde únicamente al aumento global de las tasas, sino también a una prima asociada a Francia.** La tensión se ha extendido parcialmente al euro, que cayó a mínimos de 17 meses, reflejando una mayor preocupación por los riesgos políticos y fiscales de la región.

Sin embargo, las señales de contagio permanecen acotadas. Los *spreads* corporativos europeos se mantienen relativamente estables, la ampliación del diferencial entre Italia y Alemania ha sido moderada, y Francia continúa siendo el principal *outlier* entre los soberanos de la Eurozona (Gráfico 5). Los CDS (*Credit Default Swap*) bancarios han aumentado, pero las entidades europeas enfrentan este episodio con mayores niveles de capital y liquidez que durante la crisis de 2011. **Por ahora, la evidencia apunta a un repricing concentrado en los activos franceses, más que al inicio de una crisis soberana regional.**

Sin estrés sistémico, pero aún bajo vigilancia

El mercado ya exige una mayor compensación por los activos franceses, ante las dudas sobre la trayectoria fiscal y la capacidad política de ajuste. **Sin embargo, la corrección sigue concentrada en Francia, y el contagio regional permanece acotado.** El escenario central continúa siendo de estrés interno prolongado, aunque su tamaño y relevancia financiera dificulta aislar completamente el riesgo. El presupuesto de 2027, las elecciones y la transmisión hacia otros mercados europeos serán claves para monitorear la evolución del escenario y tomar decisiones de inversión.

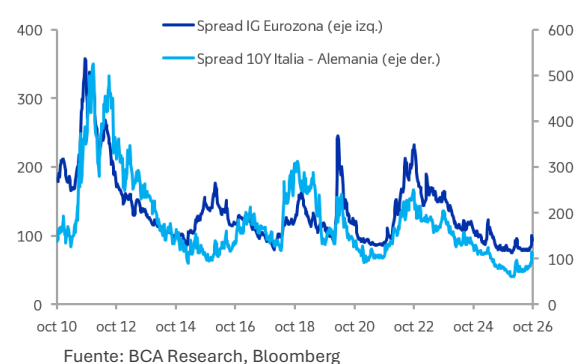
Gráfico 4: Spread Francia - Alemania en máximo 15 años

Spread OAT 10 años - Bund 10 años | Pbs.



Gráfico 5: Sin señales de contagio regional

Pbs.



Las opiniones contenidas en el presente informe no deben considerarse como una oferta o una solicitud de compra o de venta, de suscripción o rescate, de aporte o retiro de ningún tipo de valores, sino que se publican con un propósito meramente informativo para nuestros clientes. Las proyecciones y estimaciones que se presentan han sido elaboradas por nuestro equipo de trabajo, apoyado en las mejores herramientas disponibles, no obstante, esto no garantiza que ellas se cumplan. La información contenida en este informe no corresponde a objetivos de inversión específicos, situación financiera o necesidades particulares de ningún receptor del mismo. Antes de realizar cualquier transacción de valores, los inversionistas deberán informarse sobre las condiciones de la operación, así como de los derechos, riesgos y responsabilidades implícitos en ella, por lo cual las sociedades de Compass y/o personas relacionadas ("Compass"), no asumen responsabilidad alguna, ya sea directa o indirecta, derivada del uso de las opiniones contenidas en este informe. Cualquier opinión expresada en este material, está sujeta a cambios sin previo aviso de Compass, quienes no asumen la obligación de actualizar la información contenida en él. Compass, sus personas relacionadas, ejecutivos u otros empleados, podrán hacer comentarios de mercado, orales o escritos, o transacciones que reflejen una opinión distinta a aquéllas expresadas en el presente informe.