

TURBULENCIAS POLÍTICAS EN FRANCIA Y ALEMANIA

Francia y Alemania se enfrentan a situaciones políticas domésticas complejas que dificultan su gobernabilidad. Si bien el impacto en mercados ha sido relativamente limitado hasta la fecha, la situación supone un freno a los necesarios avances en materia de construcción europea.

1. Francia

1.1. Situación política

La derrota en la moción de no-confianza del 4 de diciembre le convierte a M. Barnier en el primer ministro menos longevo de la quinta república y profundiza la crisis política abierta en el país galo tras las elecciones legislativas del pasado junio/julio. En estos comicios, la coalición de izquierdas (NFP, Nuevo Frente Popular) y la Agrupación Nacional (RN por sus siglas en francés, anterior Frente Nacional) quedaron por delante de la coalición centrista (Ensemble) liderada por el presidente Macron. En un escenario de difícil gobernabilidad, Macron eligió como primer ministro a Barnier, de su coalición de centro-derecha, una decisión criticada por el resto de partidos, que, tras peticiones políticas difíciles de asumir, acabaron forzando la moción de no-confianza.

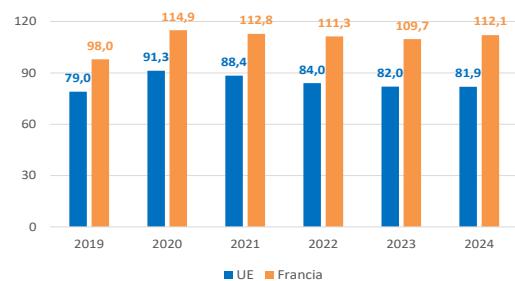
El relevo de Barnier supone detener el debate sobre el presupuesto 2025 y cualquier posibilidad de su aprobación pasa por que Macron nombre rápidamente un nuevo primer ministro que pueda presentar una ley de presupuestos, que bajo la Constitución francesa requiere un periodo de deliberación parlamentaria mínimo de 70 días. A corto plazo, Macron ya ha anunciado que a mitad de mes la Asamblea aprobará una prórroga del presupuesto vigente como medida temporal (lo que supondrá cierta consolidación fiscal). La legislación francesa impide unas nuevas elecciones legislativas antes de junio de 2025, por lo que la difícil gobernabilidad se mantendrá a corto plazo.

1.2. Situación macro-financiera

La reacción de los mercados financieros a este episodio ha sido relativamente modesta. Por un lado, el mercado ya ha venido castigando los activos franceses desde las elecciones legislativas del pasado verano. Como muestra de ello, se ha producido una importante ampliación de la prima de riesgo de la deuda pública francesa a largo plazo, que se ha situado por encima del de la deuda pública griega y de otros países de la periferia europea. Por otro lado, una posible lectura que se ha hecho es que la prórroga presupuestaria puede ser positiva en términos de consolidación fiscal. Hay que tener en cuenta, sin embargo, que: (i) aún es posible la aprobación de un presupuesto expansivo para 2025; y (ii) el aumento de la incertidumbre política lastraría la confianza económica y puede suponer un freno a la actividad.

La economía francesa crecerá en 2024 en 1,2% y, para 2025, previsiblemente una tasa similar en un contexto de debilidad de la actividad que también queda reflejado en unos índices de confianza muy reducidos y alejados de niveles compatibles con la expansión económica. Con todo, el principal reto es el elevado nivel de deuda pública y la dificultad de contener los déficits públicos dada la fragilidad de la situación política.

Gráfico 1. Francia: Deuda pública (% del PIB)



Fuente: Elaboración propia a partir de EIU.

Francia es, además, una de las economías más expuestas a la posible imposición de aranceles por parte de la administración Trump dada su estructura industrial y de exportaciones, lo que podría suponer un lastre adicional a la inversión y a las exportaciones.

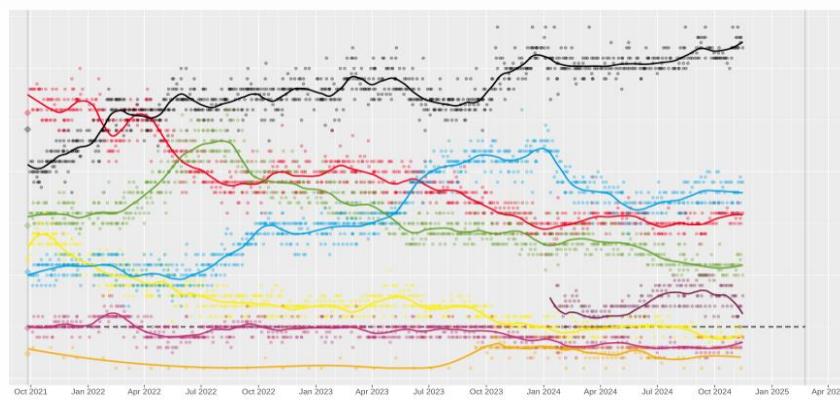
2. Alemania

2.1. Situación política

El gobierno de coalición del canciller Olaf Scholz, del SPD (partido socialdemócrata), se rompió el 6 de noviembre cuando cesó al ministro de Finanzas, Lindner, del FDP (partido liberal). El gobierno tripartito estaba liderado por el SPD e integrado, además, por el FDP y los Verdes y había venido registrando fuertes caídas en su popularidad desde su llegada al poder a finales de 2022.

Los próximos pasos son una moción de confianza que se celebrará el 16 de diciembre y, ante su previsible aprobación, las elecciones anticipadas tendrían lugar el 23 de febrero de 2025. El principal favorito en las encuestas es la CDU/CSU (el partido de la excanciller Angela Merkel). Además, las encuestas apuntan a un colapso en el apoyo a los partidos integrantes del actual gobierno (SPD, FDP y Verdes) y a la posibilidad que Alternativa para Alemania (AfD) alcance la segunda posición.

Gráfico 2. Alemania: Encuestas de apoyo a los partidos políticos



Fuente: Wikipedia

2.2. Situación macro-financiera

Por ahora, el mercado no parece haber mostrado una preocupación excesiva ante este evento y el Bund ha retenido su rol como activo refugio, incluida ante la situación en Francia. Pero sí se ha

visto alguna dislocación de mercado. Así, a principios de noviembre, con las elecciones estadounidenses y las tensiones entre Rusia y Ucrania por el uso de misiles estadounidenses y la amenaza de Rusia de usar armamento nuclear, se registró una compresión muy marcada de los *swap spreads*,¹ que llegaron incluso a cotizar, por primera vez, en negativo, es decir con la curva de deuda por encima de la curva *swap*.

Los mercados de renta variable registraron un comportamiento favorable, aunque como en otros mercados, apoyados por el buen comportamiento de un número reducido de valores cuyas ventas pueden considerarse más un reflejo de la favorable situación global del sector tecnológico que no como una aproximación de la situación de la economía alemana.

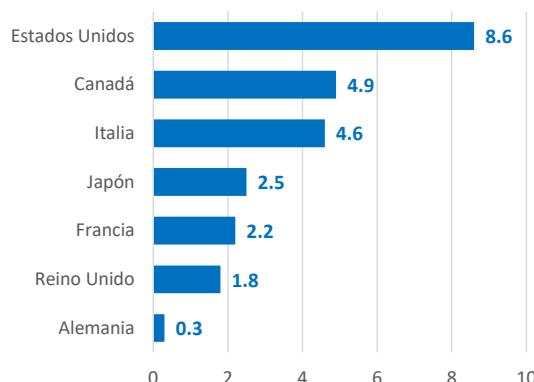
El principal reto de Alemania es su debilidad económica estructural al haberse desvanecido e incluso revertido algunos de los factores que en décadas anteriores habían impulsado su tejido industrial y exportador. De hecho, la producción industrial de Alemania ha caído, en términos reales, desde los niveles pre-pandemia y el país presenta una de las peores recuperaciones post-pandemia entre los países del G-7 (ver gráfico).

En primer lugar, **la energía barata procedente de Rusia, (tanto petróleo como gas natural), ha dejado de ser una ventaja competitiva** para un tejido industrial con industrias intensivas en energía. El inicio del conflicto en Ucrania y las sanciones impuestas por la UE (además de la dependencia energética exterior, exacerbada por el cierre nuclear) han encarecido el precio de la energía en Alemania y en la UE, a niveles hasta 3 veces superiores a los vigentes en 2021.

En segundo lugar, **las exportaciones a China han reducido su ritmo** en un contexto en que el gigante asiático ha reducido sus importaciones de bienes de capital (como los que tiende a exportar Alemania) y ha pasado a aumentar sus exportaciones de los mismos, entrando en competencia con Alemania en terceros mercados.

En tercer lugar, **Alemania ha experimentado dinámicas adversas en inversión y demografía**. En relación con la inversión, la del sector privado ha estado excesivamente centrada en sectores tradicionales como la automoción y el químico y poco centrada en sectores de servicios y de nueva economía, mientras que la pública ha estado limitada por el freno de deuda (el conocido en alemán como *Schuldenbremse*). En lo relativo a la demografía, el país registra notables declives en la población y en la fuerza laboral, cuya previsión es que se agraven en los próximos años.

Gráfico 3. G7: PIB en el 1T24 comparado con 4T19 (%)



Fuente: Elaboración propia a partir de EIU.

3. Implicaciones para la zona euro

La compleja situación política en Francia y Alemania supone un reto para una UE que enfrenta amenazas. Estas amenazas incluyen elementos coyunturales (los aranceles de Trump, la debilidad económica y la dependencia energética exterior), pero también factores estructurales propios (un mundo menos globalizado y ordenado, y la competencia estratégica con Estados Unidos y China) y factores estructurales comunes a todos los países (el cambio climático o el envejecimiento poblacional, entre otros).

¹ El *swap spread* es el diferencial entre la rentabilidad en mercado de la deuda pública y de los *swaps* de tipos de interés. Este diferencial puede, por tanto, considerarse como una prima de riesgo del país.

Dados unos retos profundos y multifactoriales, la necesidad de una respuesta desde la unidad política en el seno de la UE será fundamental. Sin embargo, **los avances en construcción y gobernanza europea propuestos por el informe Draghi serán mucho más complejos de articular** hasta que no se resuelva la incertidumbre en las dos mayores economías del bloque. Las propuestas del informe Draghi y del informe Letta, incluyen la definición de una política industrial coherente con los objetivos de la UE y el resto de políticas (comercial, competencia, ...) además de la movilización de un volumen sustancial de recursos para la inversión (incluyendo los 800 mil millones de euros avances en unión de los mercados de capitales).

La incertidumbre política será un factor más de lastre que puede forzar al BCE a adoptar una senda de tipos más dovish, es decir, prestando una mayor atención a la situación económica. Ello redundará en tipos de interés algo más reducidos y que pueden situarse temporalmente, y antes de lo esperado, por debajo de los niveles considerados de neutralidad monetaria para la zona euro, que se estima alrededor del 2,00%. En los mercados de divisas, teniendo en cuenta el conjunto diferencial de presiones a las que se enfrenta la Fed por las políticas de Trump, especialmente de términos de inflación, la divergencia de políticas monetarias y de tipos de interés a ambos lados del Atlántico puede actuar para debilitar al euro frente al dólar y en sus principales cruces.

La crisis política en Francia ha abierto una oportunidad para la UE de firmar el acuerdo comercial con el Mercosur. Francia es uno de los principales opositores a la firma de este acuerdo, cuyas negociaciones se abrieron en 1999. Este acuerdo, el mayor firmado nunca por la UE y aún pendiente de su ratificación, busca reducir los aranceles sobre bienes manufacturados en la UE a cambio de un mayor acceso a los mercados agrícolas de la UE por parte de los países integrantes de Mercosur (Brasil, Argentina, Uruguay y Paraguay). El acuerdo incluye cláusulas laborales y medioambientales, medidas relacionadas con el acceso a las compras públicas y acceso a suministros críticos (p.ej. litio) y cimentaría un mejor acceso a los mercados latinoamericanos en relación con las empresas estadounidenses.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, en cuyo Registro Oficial de Bancos se encuentra inscrita con el número 3025, y se encuentra habilitada para la prestación de servicios de inversión a clientes en España, bajo la supervisión a estos efectos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los informes que se elaboran por parte del departamento de Research de CAJA INGENIEROS se realizan con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. La información se proporciona basándose en fuentes consideradas como fiables, si bien, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de las mismas.

Es posible que la información pueda referirse a productos, operaciones o servicios de inversión respecto de los cuales exista información adicional en documentación separada. Los destinatarios de la misma son invitados a solicitar dicha información adicional que pueda ser facilitada por CAJA INGENIEROS, en el curso de la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, los destinatarios del presente informe son invitados a tener en consideración dicha información adicional de forma coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo del/los analista/s que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS podrán disponer a título personal de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden en cada momento mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o warrants de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesado en mantener en el futuro, relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a que se hace referencia en los informes, o alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS así como todos los y las profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de Valores de CAJA INGENIEROS.

©Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, ni aun citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop de crédito. All rights reserved.