

TURBULÈNCIES POLÍTIQUES A FRANÇA I ALEMANYA

França i Alemanya s'enfronten a situacions polítiques domèstiques complexes que dificulten la seva governabilitat. Malgrat que, avui per avui, l'impacte en mercats ha estat relativament limitat, la situació suposa un fre al necessaris avenços en matèria de construcció europea.

1. França

1.1. Situació política

La derrota a la moció de no-confiança del 4 de desembre converteix a M. Barnier en el primer ministre menys longeu de la cinquena república i aprofundeix la crisi política oberta al país gal després de les eleccions legislatives del passat juny/juliol. En aquests comicis, la coalició d'esquerres (NFP, Nou Front Popular) i Reagrupament Nacional (RN, per les seves inicials en francès, l'anterior Front Nacional) van quedar per davant de la coalició centrista (Ensemble) liderada pel president Macron. En un escenari de difícil governabilitat, Macron va triar a primer ministre a Barnier, de la coalició de centre-dreta, una decisió criticada per la resta de partits, que, després de peticions polítiques difícils d'assumir, van acabar forçant la moció de no-confiança.

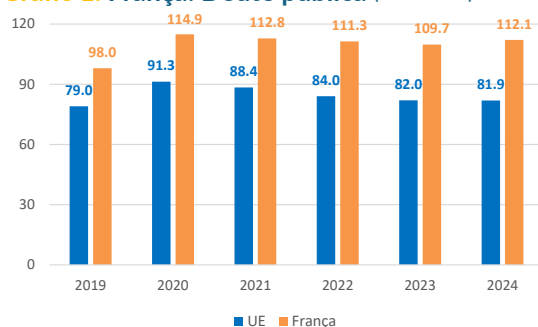
El relleu de Barnier suposa aturar el debat sobre el pressupost 2025 i qualsevol possibilitat de la seva aprovació passa per què Macron nomeni ràpidament un nou primer ministre que pugui presentar una llei de pressupostos, que sota la Constitució francesa requereix d'un període mínim de deliberació parlamentària de 70 dies. A curt termini, Macron ja ha anunciat que a mitjans de mes l'Assemblea aprovarà una pròrroga del pressupost vigent com a mesura temporal (el que suposarà certa consolidació fiscal). La legislació francesa impedeix unes noves eleccions legislatives abans de juny de 2025, pel que la difícil governabilitat es mantindrà a curt termini.

1.2. Situació macro-financera

La reacció dels mercats financers a aquest episodi ha estat relativament modesta. Per una banda, el mercat ja havia estat castigant els actius francesos des de les eleccions legislatives del darrer estiu. Com a mostra del càstig, s'ha produït una important ampliació de la prima de risc del deute pública francès a llarg termini, que s'ha arribat a situar per sobre de la del deute públic grec i d'altres països de la perifèria europea. D'altra banda, una possible lectura que s'ha fet és que la pròrroga pressupostària pot ser positiva en termes de consolidació fiscal. Cal tenir en compte, no obstant, que: (i) encara es pot aprovar un nou pressupost expansiu per a 2025; i (ii) l'augment de la incertesa política llastarà la confiança econòmica i pot suposar un fre a l'activitat.

L'economia francesa creixerà al 2024 un 1,2% i, previsiblement, una taxa similar al 2025 en un context de feblesa de l'activitat que també queda reflectit en uns índex de confiança molt reduïts i allunyats de nivells compatibles amb l'expansió econòmica. Amb tot, el principal repte es l'elevat nivell de deute pública i la dificultat per contenir els dèficits públics donada la fragilitat de la situació política.

Gràfic 1. França: Deute pública (% del PIB)



Font: Elaboració pròpia a partir de EIU.

França és, a més a més, una de les economies més exposades a la possible imposició d'aranzels per part de l'administració Trump donada la seva estructura industrial i d'exportacions, el que podria suposa un llast addicional a la inversió i les exportacions.

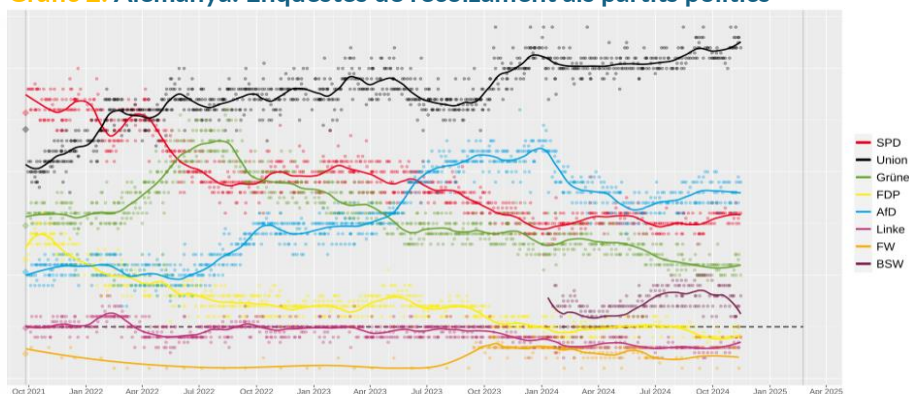
2. Alemanya

2.1. Situació política

El govern de coalició del canceller Olaf Scholz, del SPD (partit socialdemòcrata), es va trencar el 6 de novembre quan va cessar al ministre de Finances, Lindner, del FDP (partit liberal). El govern tripartit estava liderat per l'SPD i integrat, a més a més, per l'FDP i els Verds i havia estat registrant fortes caigudes de la seva popularitat des de la seva arribada al poder a finals de 2022.

Els propers passos són una moció de confiança que es celebrarà el 16 de desembre i, davant la seva previsible aprovació, les eleccions anticipades serien el 23 de febrer de 2025. El principal favorit a les enquestes es la CDU/CSU (el partido de la excanciller Angela Merkel). Addicionalment, les enquestes apunten a un col·lapse en el recolzament als partits integrants de l'actual govern (SPD, FDP i Verds) i a la possibilitat que Alternativa per Alemanya (AfD) assoleixi la segona posició

Gràfic 2. Alemanya: Enquestes de recolzament als partits polítics



Font: Wikipedia.

2.2. Situació macro-financera

Per ara, el mercat no sembla haver mostrat una preocupació excessiva davant d'aquest esdeveniment i el Bund ha retingut el seu rol com actiu refugi, incloent davant la situació a França. Però sí que s'ha vist alguna dislocació de mercat. Així, a principis de novembre, amb les

eleccions estatunidenques i les tensions entre Rússia i Ucraïna per l'ús de míssils estatunidencs i l'amenaça de Rússia de fer servir armament nuclear, es va registrar una compressió molt marcada dels *swap spreads*,¹ que van arribar fins i tot a cotitzar, per primera vegada, en negatiu, és a dir, amb la corba de deute per sobre de la corba *swap*.

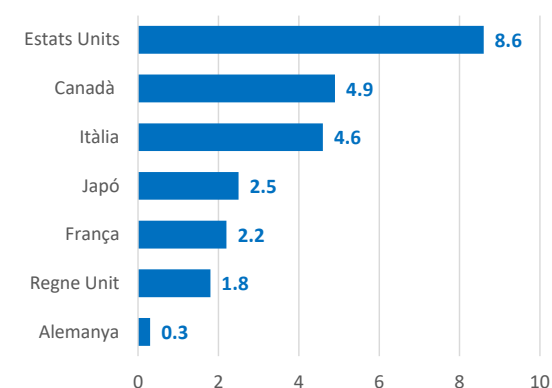
Els mercats de renda variable van registrar un comportament favorable, tot i que com en altres mercats, recolzats pel bon comportament d'un reduït nombre de valors les ventes dels quals es poden considerar més un reflex de la favorable situació global del sector tecnològic que no com una aproximació de la situació de l'economia alemanya.

El principal repte d'Alemanya és la seva debilitat econòmica estructural al haver-se esvaït i, fins i tot, reverit alguns dels factors que en dècades anteriors havien impulsat el seu teixit industrial i exportador. De fet, la producció industrial d'Alemanya ha caigut, en termes reals, des dels nivells pre-pandèmia i el país presenta una de les pitjors recuperacions post-pandèmia entres el països del G-7 (veure gràfic).

En primer lloc, **l'energia barata procedent de Rússia, (tant petroli com gas natural), ha deixat de ser una avantatge competitiva** per un teixit industrial con indústries intensives en energia. L'inici del conflicte a Ucraïna i les sancions imposades per la UE (a més de la dependència energètica exterior, amplificada pel tancament nuclear) han encarat el preu de l'energia a Alemanya i a la UE, a nivells fins a 3 veges superiors als vigents el 2021.

En segon lloc, **les exportacions a Xina han reduït el seu ritme** en un context en que el gegant asiàtic ha reduït les seves importacions de béns de capital (com els que Alemanya tendeix a exportar) i ha passat a augmentar les seves exportacions d'aquests mateixos béns, entrant en competència amb Alemanya en tercers mercats.

Gràfic 3. G7: PIB al 1T24 comparat amb el 4T19 (%)



Fuente: Elaboració pròpia a partir de EIU.

En tercer lloc, **Alemanya ha experimentat dinàmiques adverses en inversió i demografia**. Pel que fa a la inversió, la del sector privat ha estat excessivament centrada en sectors tradicionals com l'automoció i el químic i poc centrada en sectors de serveis i de nova economia, mentre que la pública ha estat limitada pel fre de deute (el conegut en alemany com *Schuldenbremse*). En relació amb la demografia, el país registra notables caigudes de població i de força laboral, i es preveu que aquestes caigudes s'agreugin en els propers anys.

3. Implicacions per la zona euro

La complexa situació política a França i Alemanya suposa un repte per la UE que s'enfronta a amenaces. Aquestes amenaces inclouen elements conjunturals (els aranzels de Trump, la feblesa econòmica i la dependència energètica exterior), però també factors estructurals propis (un món menys globalitzat i endreçat, i la competència estratègica amb Estats Units i Xina) i factors estructurals comuns a tots els països (el canvi climàtic o l'envelliment poblacional, entre d'altres).

Donats un reptes profunds i multifactorials, la necessitat d'una resposta des de la unitat política en el sí de la UE serà fonamental. No obstant, **els avenços en construcció i governança europea proposats per l'informe Draghi seran molt més complexes d'articular** fins que no es resolgui la

¹ El *swap spread* es el diferencial entre la rendibilitat en mercat del deute públic i la dels *swaps* de tipus d'interès. Aquest diferencial pot, per tant, ser considerat com una prima de risc del país.

incertesa a los principals economies del bloc. Las propuestas de l'informe Draghi i de l'informe Letta, inclouen la definició d'una política industrial coherent amb els objectius de la UE i la resta de polítiques (comercial, competència, ...) a més a més de la mobilització d'un volum substancial de recursos per a la inversió (incloent els 800 mil milions d'euros i avenços en la unió dels mercats de capitals).

La incertesa política serà un factor més de llast que pot forçar al BCE a adoptar una política de tipus més *dovish*, es a dir, parant més atenció a la situació econòmica. Això suposarà tipus d'interès una mica més reduïts i que poden situar-se temporalment, i abans de l'esperat, per sota dels nivells considerats de neutralitat monetària per la zona euro, que s'estima al voltant del 2,00%. Als mercats de divises, tenint en compte el conjunt diferencial de pressions a les que s'enfronta la Fed per les polítiques de Trump, especialment en termes d'inflació, la divergència de polítiques monetàries i de tipus de interès a ambos costats de l'Atlàntic pot actuar per debilitat l'euro davant del dòlar i en els seus principals encreuaments.

La crisi política a França ha obert una oportunitat per la UE de firmar l'acord comercial amb el Mercosur. França és un de los principals opositors a la firma d'aquest acord, que es va començar a negociar al 1999. Aquest acord, el més gran firmat mai per la UE i encara pendent de ratificació, busca reduir els aranzels sobre béns manufacturats a la UE a canvi d'un major accés als mercats agrícoles de la UE per part dels països integrants del Mercosur (Brasil, Argentina, Uruguai i Paraguai). L'acord inclou clàusules laborals i mediambientals, mesures relacionades amb l'accés a les compres públiques i accés a subministraments crítics (p.ex. liti) i cimentaria un millor accés als mercats llatinoamericans en relació amb les empreses estatunidenques.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya, sota la supervisió a aquest efecte de la Comissió Nacional del Mercat de Valors.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense previ avís. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la prestació dels serveis, operacions o productes. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

Pel que fa als preus objectius que es puguin desprendre de l'anàlisi efectuada pel Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, aquests queden subjectes a criteris d'anàlisi fonamental i tècnica, ponderant en cada cas els mètodes que, en funció de la seva pròpia opinió, s'adaptin millor a cada companyia en particular. Llevat d'indicació expressa en contra, tots els preus objectius es fixen amb un horitzó temporal de 12 mesos des del moment de la publicació dels informes. Els preus objectius no impliquen compromisos de revaloració ni han de ser entesos com a indicacions ni recomanacions d'inversió.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar com un indicador fiable de possibles resultats futurs ni com una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que l'evolució passada dels valors o instruments o els resultats històrics de les inversions no garanteixen l'evolució o els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts durant l'exercici econòmic pel Grup CAIXA ENGINYERS, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès del soci/sòcia i de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiqui els socis/sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operatòria personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. Tots els drets reservats.