

Cal amoïnar-se per la crisi política a França?

En dos minuts...

- **Des del 2024, França viu una situació d'inestabilitat política** caracteritzada per la fragmentació parlamentària, la rotació constant de primers ministres i un president Macron que ha descartat convocar eleccions presidencials o parlamentàries abans del 2027.
- **L'elevada despesa pública, especialment en pensions, i la manca de reformes a causa del bloqueig polític han generat dèficits i deute elevats.** En els darrers anys, això ha provocat rebaixes de qualificació creditícia i un notable augment de la prima de risc sobirà del país després dels recents esdeveniments polítics.
- **La paràlisi política francesa dificulta l'agenda d'integració i de competitivitat de la UE,** mentre l'economia nacional manté un ritme de creixement baix en un context de marge fiscal escàs per a nous estímuls.
- **La fiscalitat torna al centre d'atenció dels mercats financers** en un escenari de més costos de finançament i menys suport dels bancs centrals. França no és l'única gran economia desenvolupada que ha experimentat tensions en els seus mercats de deute sobirà.

1. Situació política a França

1.1. Les presidències de Macron

Emmanuel Macron va assolir la Presidència de França l'abril del 2017 amb el seu partit La République en Marche a les eleccions presidencials i, el juliol del mateix any, va aconseguir la majoria absoluta al Parlament. Això li va permetre implementar la seva agenda reformista i proeuropeista, incloent-hi: (i) la reforma del mercat laboral el 2017, destinada a flexibilitzar-lo i a afavorir la negociació col·lectiva; i (ii) una reforma fiscal el 2018, amb la reducció de la taxa de l'impost de societats i la simplificació i reducció de la imposició sobre els guanys de capital dels individus. En l'àmbit social, el principal esdeveniment va ser el moviment de la plataforma Armilles Grogues (Gilets Jaunes), que es va originar com a protesta contra un augment dels impostos sobre el combustible, però que es va estendre a altres polítiques reformistes del Govern Macron.

El segon mandat de Macron ha estat marcat per la pèrdua de la majoria parlamentària i va començar després de derrotar Le Pen a la segona ronda de les presidencials l'abril del 2022, amb un 59 % dels vots enfront del 41 % de la candidata d'extrema dreta. Les eleccions parlamentàries del 2022 també van estar marcades per l'ascens de partits d'esquerres, incloent-hi La France Insoumise de Mélenchon, i pel mal paper dels partits tradicionals, com Els Republicans (5a posició) o els socialistes (10a posició).

Macron va convocar eleccions parlamentàries anticipades el juny del 2024 després d'un mal resultat de la seva coalició a les eleccions europees, en què Reagrupament Nacional (RN) —la nova marca del Front Nacional— va aconseguir 30 escons, molt per davant dels 13 obtinguts per Ensemble, la marca de Macron. En aquestes eleccions parlamentàries, el sistema francès de dues

voltes¹ va fer que RN només aconseguís 142 representants tot i obtenir un 37,1 % dels vots, en contrast amb els resultats del Front Populaire (agrupació de partits d'esquerra), que en va assolir 180 amb un 25,8 %; Ensemble, 159 amb un 24,5 %; i Els Republicans, 39 amb un 5,4 %. És important tenir en compte que aquest va ser el millor resultat històric d'RN, afavorit per una retirada més baixa de candidats centristes a la segona volta de les eleccions del que era habitual en les últimes dècades.

1.2. Permacrisi política des del 2024

Des de les eleccions parlamentàries del 2024, les crisis polítiques s'han succeït a França, generalment caracteritzades per la incapacitat dels executius d'aprovar projectes legislatius, especialment els pressupostos públics. Una altra característica ha estat la repetida substitució del primer ministre, càrrec que en els darrers dos anys han ocupat fins a cinc persones:

- **Gabriel Attal** va ocupar el càrrec entre gener i setembre del 2024.
- **Michel Barnier** va exercir-lo entre el 5 de setembre i el 13 de desembre del 2024, en la que fins aleshores era la presència més breu en el càrrec de la Cinquena República.
- **François Bayrou** hi va accedir el 13 de desembre del 2024 i va presentar-ne la dimissió el 9 de setembre del 2025.
- **Sébastien Lecornu** va arribar al càrrec el 9 de setembre del 2025 i, malgrat una dimissió presentada el 6 d'octubre i acceptada el 8 d'octubre, ha tornat a ocupar el lloc des del 10 d'octubre.

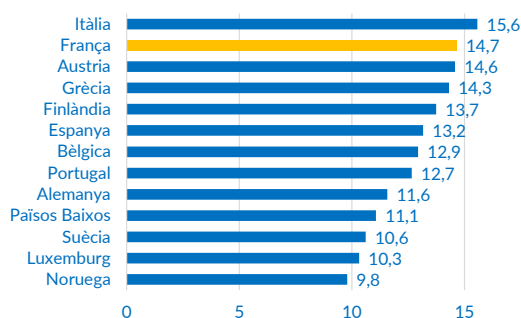
Cada vegada, i malgrat les pressions dels partits polítics, Macron ha descartat la possibilitat de dimitir com a president de la República o convocar eleccions presidencials o legislatives anticipades.

A la crisi més recent es va optar per una solució de continuïtat i tecnocràtica. El primer ministre Lecornu va presentar la dimissió el 6 d'octubre, va ser acceptada per Macron el 8 d'octubre, marcant el 10 d'octubre com la data per anunciar el nom del nou primer ministre. De manera relativament inesperada, Macron va anunciar la reincorporació de Lecornu com a primer ministre, amb un gabinet marcat per la continuïtat del ministre de Finances, Lescure (igual que Lecornu, un aliat de Macron), i els reemplaçaments a les carteres d'Interior —anteriorment ocupada per un membre dels Republicans— i d'Educació.

2. Conseqüències fiscals i financeres de les crisis polítiques

L'elevada despesa pública suposa un repte estructural per als comptes públics francesos, un problema agreujat per l'impacte de tendències globals com l'envelliment poblacional. Aquest factor, juntament amb un sistema de pensions relativament generós, ha contribuït a fer que la despesa en pensions a França s'acosti al 15 % del PIB (vegeu el gràfic 1), el segon més alt entre els països desenvolupats, només superat per Itàlia i notablement més elevat que el d'altres països del seu entorn, com Alemanya (11,6 %), els

Gràfic 1. Despesa en pensions (% del PIB)



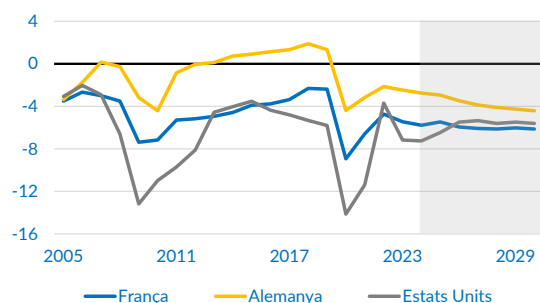
¹ Tradicionalment, en el sistema francès d'eleccions de dues voltes, els partits de centre retiren els seus candidats a la segona volta si no obtenen bons resultats en determinats districtes amb l'objectiu de concentrar el vot en altres aspirants de partits centristes enfront de candidats de partits extremistes.

Països Baixos (11,1 %) o fins i tot Espanya (13,2 %).

Font: Eurostat (any 2023 o més recent).

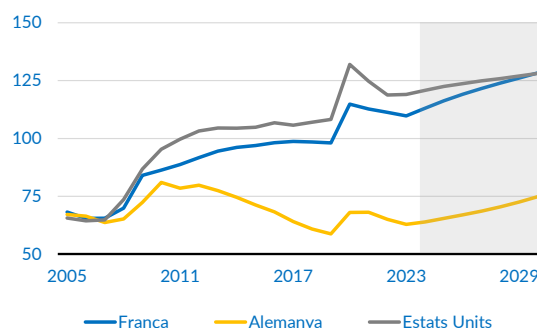
El dèficit i el deute públic francesos són elevats i, sense una consolidació fiscal, corren el risc d'adoptar dinàmiques negatives. La manca de dinamisme econòmic —derivada de l'escassa competitivitat i d'un excés de burocràcia i intervencionisme públic en l'activitat—, a més de contribuir a les tensions socials, dificulta la millora de les mètriques fiscals, tant en el dèficit (ja que llasten els ingressos i forcen augments de despesa) com en el deute (que no es redueix en proporció al PIB). En l'àmbit estrictament fiscal, com a la resta de països, la crisi de la covid va comportar un deteriorament de la situació fiscal, amb un fort augment del dèficit públic i del deute públic. No obstant això, França, de la mateixa manera que els Estats Units, no ha aconseguit reconduir els seus dèficits públics (gràfics 2 i 3) a nivells compatibles amb els objectius del Pacte d'Estabilitat i Creixement de la UE, que es va suspendre entre el 2020 i el 2023, però n'ha recuperat la vigència. En la documentació enviada a la Comissió Europea, el Govern francès preveu assolir l'objectiu d'un dèficit públic del 3 % del PIB només el 2029.

Gràfic 2. Dèficit públic (% del PIB)



Font: FMI.

Gràfic 3. Deute públic (% del PIB)



Font: FMI.

La fragmentació parlamentària i les protestes socials estan limitant el marge del Govern per adoptar polítiques de rigor fiscal. Una mostra d'això va ser el procés d'aprovació del pressupost del 2025, que va costar el càrrec a Michel Barnier i que finalment només es va poder aprovar a principis del 2025. Aquest pressupost conté ajustos modestos de la despesa pública i alguns petits augments impositius. El primer ministre Bayrou, de la mateixa manera que els seus antecessors, va ser explícit en la necessitat d'iniciar una retallada de la despesa pública, motiu pel qual va rebre àmplies crítiques de la classe política i de grups socials. Un altre exemple recent ha estat la proposta d'acabar de nomenar primer ministre Lecornu, que va anunciar la suspensió de la reforma de la llei de pensions —la qual preveia un augment progressiu de l'edat de jubilació— fins després de les eleccions presidencials.

Les agències de qualificació creditícia han rebaixat la seva visió sobre el deute sobirà del país (vegeu la taula 1), citant l'elevat i creixent nivell de deute públic i les dificultats que la fragmentació política genera per a una consolidació fiscal. Les revisions més recents han estat a la baixa i mantenen, en general, una perspectiva negativa, excepte Fitch, que ha estat la darrera a aplicar una rebaixa de la qualificació.

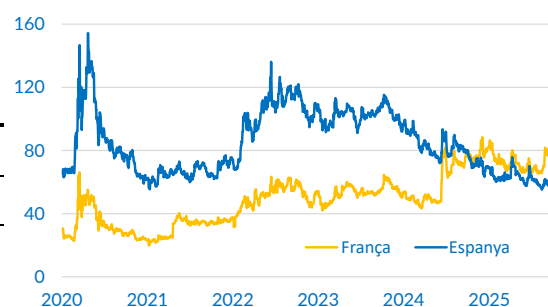
La prima de risc sobre el deute sobirà ha augmentat i s'ha situat per sobre dels 80 punts bàsics respecte a la referència alemanya a 10 anys. De fet, la prima de risc francesa ha superat la d'altres països de la denominada perifèria europea —com Espanya, Itàlia, Portugal o fins i tot Grècia—, que encara compten amb qualificacions creditícies sobiranes pitjors que les de França. Això indica la possibilitat que les accions negatives sobre la qualificació creditícia del país per part de les agències es podrien mantenir mentre no es resolgui de manera convincent la situació política.

Taula 1. Qualificació creditícia de França

Agència	Qualificació	Graons per sobre del grau d'inversió	Data del darrer canvi
Fitch	A+	6	set-25
Moody's	Aa3	7	des-24
S&P	AA-	7	feb-25

Font: Elaboració pròpia.

Gràfic 4. Prima de risc del deute sobirà de França (punts bàsics)



Font: Bloomberg.

En les fases més agudes de la crisi, la incertesa política ha pesat sobre altres actius, com ara l'euro, que s'ha depreciat respecte al dòlar coincidint amb els episodis de canvis de primer ministre. L'índex borsari de la Borsa de París registra una de les pitjors evolucions de l'últim any en relació amb la resta d'índexs europeus i nacionals.

3. Perspectives polítiques a França

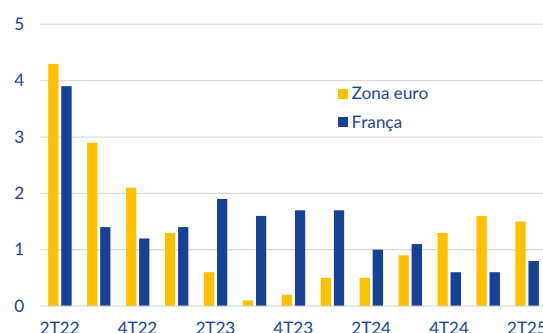
La governabilitat a França es mantindrà complexa, atesa la intenció del president Macron de completar el seu mandat el maig del 2027 en un context de minoria parlamentària. Una possible eina per forçar el canvi seria un vot de no confiança promogut per algun dels partits de l'oposició, aprofitant les fissures existents a la coalició que dona suport al Govern². Aquesta possibilitat requeriria, però, coordinació entre forces totalment oposades de l'arc parlamentari, com ara la coalició d'esquerres i el partit d'ultradreta Reagrupament Nacional. El caràcter relativament tecnocràtic del gabinet Lecornu es pot atribuir a la voluntat de despolititzar l'aprovació dels pressupostos públics i evitar la convocatòria electoral anticipada.

La paràlisi política a França representa un repte per a la construcció europea en un moment especialment delicat. La Unió Europea es troba en una cruïlla marcada pels reptes de competitivitat identificats en els informes Draghi i Letta i per la necessitat de reforçar la seva independència estratègica en un entorn geopolític volàtil —guerra a Ucraïna, tensions a l'Orient Mitjà, etc.—, marcat a més per la desaparició dels Estats Units com a soci fiable. A escala europea, els progressos fins ara han estat significatius en matèria d'expansió fiscal i despesa en defensa (encara que sense una estratègia clara de suport a la indústria europea), i més limitats en l'àmbit financer, com ara la mobilització de recursos per al teixit empresarial europeu. En aquest sentit, França ha liderat l'anomenada "etiqueta europea", que es podrà aplicar a productes financers la inversió dels quals estigui centrada en el continent. Cal recordar que **França ha tingut un paper central en pràcticament la totalitat de les iniciatives d'integració europea**, fet que agreuja els riscos que la paràlisi política a França tingui repercussions en la política europea.

²En l'últim vot de confiança, al qual es va sotmetre el primer ministre Bayrou el setembre del 2025 i que va acabar amb la seva dimissió, diversos membres de la seva coalició van votar en contra seu.

Des del punt de vista econòmic, França té un marge d'estímul reduït, atès l'espai fiscal pràcticament nul disponible. Això suposa un repte, ja que el país ha registrat sistemàticament creixements per sota de la mitjana europea els darrers anys (vegeu el gràfic 5) en un entorn de creixents problemes de competitivitat del teixit empresarial. És important tenir en compte que la millor evolució relativa de França respecte a la zona euro observada el 2023 es va produir en un context de fort descens de l'activitat a Alemanya, motivat pel fort augment dels preus energètics derivat del conflicte armat entre Rússia i Ucraïna.

Gràfic 5. Creixement del PIB
(variació interanual, en %)



Font: Eurostat via Bloomberg.

4. Creixent focus en la situació fiscal

França no és una excepció en el panorama global. Altres grans economies desenvolupades també es troben sota creixent pressió en els seus mercats de deute públic sobirà, en un context marcat per canvis en les condicions i els actors del mercat. En concret:

- **L'oferta de deute públic ha augmentat de manera notable**, no només per la covid, sinó també per un entorn polític caracteritzat per creixents demandes sobre els recursos públics (envelliment, transició verda, revolució digital, etc.) i pressió sobre els ingressos públics (competència fiscal entre territoris, tendències i fragmentació polítiques, etc.).
- **Els bancs centrals han deixat de ser compradors nets de bons en els mercats de deute públic sobirà per convertir-se en venedors nets**, a mesura que deixen vèncer els bons adquirits en el passat i no renoven les seves tinences.
- **La normalització de les polítiques monetàries** de bona part dels bancs centrals ha suposat un augment dels tipus d'interès i, amb això, dels costos de servei del deute per als estats, afegint-hi una vulnerabilitat addicional.

El canvi de composició de la base compradora representa un repte. Els fons d'inversió (*investment funds*) i de cobertura (*hedge funds*) han guanyat importància en els mercats de deute sobirà com a compradors de deute públic. Aquests participants són més sensibles al preu que els actors que dominaven aquest mercat en el passat, com ara els gestors de reserves internacionals i els mateixos bancs centrals. Això és especialment cert en moments de tensió en els mercats financers, quan aquests agents es poden desfer del deute sobirà i amplificar moviments inicials, sigui per un interès més baix en el mateix deute o, de manera mecànica, per la necessitat de mantenir-se dins de certs paràmetres en les seves estratègies de rendibilitat-risc. Aquest comportament ha donat lloc al concepte de “**bond vigilants**”, que defineix aquells participants del mercat que provoquen forts augments en la rendibilitat del deute sobirà d'un país davant de notícies o desenvolupaments que consideren perjudicials per a aquest país.

La combinació d'elevats nivells de deute públic i de creixents dificultats per finançar els dèficits pot contribuir a generar cercles viciosos. Un primer cercle es produeix pels tipus d'interès més grans exigits sobre el deute públic, que augmenten la despesa en interessos dels estats i, amb això, exerceixen renovades pressions sobre la despesa i el dèficit públics. Un segon cercle, no menys important, es pot produir si les retallades de despesa afecten partides socialment sensibles, provocant pèrdues de suport del Govern i dificultant la implementació d'aquestes retallades, cosa que, alhora, impedeix reduir el dèficit públic.

Els episodis d'elevada volatilitat en els mercats de renda fixa sobirana provocats per desenvolupaments fiscals s'estan tornant cada cop més comuns i afecten països centrals i sistèmics del sistema financer internacional. Per exemple:

- **El Regne Unit va viure, a principis de juliol del 2025, un episodi de fort augment de la rendibilitat del seu deute sobirà** i de depreciació de la lliura esterlina, després d'un discurs del primer ministre Starmer en què no va donar un suport explícit al seu ministre de Finances, percebut com a senyal de tensions dins de l'Executiu i de menys compromís amb la consolidació fiscal.
- **Japó, també a principis de juliol del 2025,** va experimentar un episodi similar, iniciat a partir de discursos poc proclius a la prudència fiscal per part dels dos principals partits davant les eleccions legislatives d'aquell mes.
- **Els Estats Units, l'abril del 2025, van registrar un fort augment de la rendibilitat del deute sobirà a llarg termini,** provocat pels anuncis del Liberation Day i posteriors declaracions que van intensificar les tensions, especialment entre els Estats Units i la Xina. Aquesta vegada, el mateix president Trump va assenyalar que el nerviosisme dels mercats de renda fixa estava darrere de la pausa aranzelària introduïda el 9 d'abril.

En aquest context, Espanya troba suports en la situació econòmica, però enfronta esculls en la situació política. L'economia espanyola ha aprofitat els últims anys d'expansió notable de l'activitat per reduir el palanquejament dels agents econòmics, incloent-hi la ràtio de deute públic sobre el PIB. Des del punt de vista econòmic, la principal vulnerabilitat prové del paper central que l'augment de la població, a través de la immigració, ha tingut sobre el PIB, cosa que ha condicionat una evolució menys favorable d'altres indicadors més qualitatius, com ara la renda *per capita* o la productivitat del treball. En termes de política domèstica, les tensions creixents en la coalició d'investidura suposen un repte per a la implementació de polítiques domèstiques, incloent-hi l'elaboració de pressupostos públics, tot i que amb conseqüències menys adverses en termes de dèficits públics que en el cas francès.

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. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

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.

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 honestedat, 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 Crèdit. Tots els drets reservats.