

¿Hay que preocuparse por la crisis política en Francia?

En dos minutos...

- Desde 2024, Francia vive una situación de inestabilidad política caracterizada por la fragmentación parlamentaria, la rotación constante de primeros ministros y un presidente Macron que ha descartado convocar elecciones presidenciales o parlamentarias antes de 2027.
- El elevado gasto público, especialmente en pensiones, y la falta de reformas debido al bloqueo político han generado déficits y deuda elevados. En los últimos años, esto ha provocado rebajas de calificación crediticia y un notable aumento de la prima de riesgo soberano del país tras los recientes eventos políticos.
- La parálisis política francesa dificulta la agenda de integración y competitividad de la UE, mientras la economía nacional mantiene un bajo ritmo de crecimiento en un contexto de escaso margen fiscal para nuevos estímulos.
- La fiscalidad vuelve al centro de atención de los mercados financieros en un escenario de mayores costes de financiación y menor apoyo de los bancos centrales. Francia no es la única gran economía desarrollada que ha experimentado tensiones en sus mercados de deuda soberana.

1. Situación política en Francia

1.1. Las presidencias de Macron

Emmanuel Macron alcanzó la Presidencia de Francia en abril de 2017 con su partido **La République en Marche** en las elecciones presidenciales y, en julio del mismo año, logró la mayoría absoluta en el Parlamento. Esto le permitió implementar su agenda reformista y proeuropeísta, incluyendo: (i) la reforma del mercado laboral en 2017, destinada a flexibilizarlo y a favorecer la negociación colectiva; y (ii) una reforma fiscal en 2018, con la reducción de la tasa del impuesto de sociedades y la simplificación y reducción de la imposición sobre las ganancias de capital de los individuos. En el plano social, el principal evento fue el movimiento de la plataforma Chalecos Amarillos (*Gilets Jaunes*), que se originó como protesta contra un aumento de los impuestos sobre el combustible, pero que se extendió a otras políticas reformistas del Gobierno Macron.

El segundo mandato de Macron ha estado marcado por la pérdida de la mayoría parlamentaria y se inició tras derrotar a Le Pen en la segunda ronda de las presidenciales en abril de 2022, con un 59 % de los votos frente al 41 % de la candidata de extrema derecha. Las elecciones parlamentarias de 2022 también estuvieron marcadas por el ascenso de partidos de izquierdas, incluyendo **La France Insoumise** de Mélenchon, y por el mal papel de los partidos tradicionales, como Los Republicanos (5.^a posición) o los socialistas (10.^a posición).

Macron convocó elecciones parlamentarias anticipadas en junio de 2024 tras un mal resultado de su coalición en las elecciones europeas, en las que Reagrupamiento Nacional (RN) —la nueva marca del Frente Nacional— logró 30 escaños, muy por delante de los 13 obtenidos por Ensemble, la marca de Macron. En estas elecciones parlamentarias, el sistema francés de doble

vuelta¹ hizo que RN solo lograra 142 representantes a pesar de obtener un 37,1 % de los votos, en contraste con los resultados del Frente Popular (agrupación de partidos de izquierdas), que alcanzó 180 con un 25,8 %; Ensemble, 159 con un 24,5 %; y Los Republicanos, 39 con un 5,4 %. Es importante tener en cuenta que este fue el mejor resultado histórico de RN, favorecido por una menor retirada de candidatos centristas en la segunda vuelta de las elecciones de lo habitual en las últimas décadas.

1.2. Permacrisis política desde 2024

Desde las elecciones parlamentarias de 2024, las crisis políticas se han sucedido en Francia, generalmente caracterizadas por la incapacidad de los ejecutivos para aprobar proyectos legislativos, especialmente los presupuestos públicos. Otra característica ha sido la repetida sustitución del primer ministro, cargo que en los últimos dos años han ocupado hasta cinco personas:

- **Gabriel Attal** ocupó el cargo entre enero y septiembre de 2024.
- **Michel Barnier** ejerció entre el 5 de septiembre y el 13 de diciembre de 2024, en lo que era, hasta entonces, la presencia más breve en el cargo de la Quinta República.
- **François Bayrou** accedió el 13 de diciembre de 2024 y presentó su dimisión el 9 de septiembre de 2025.
- **Sébastien Lecornu** llegó al cargo el 9 de septiembre de 2025 y, a pesar de una dimisión presentada el 6 de octubre y aceptada el 8 de octubre, ha vuelto a ocupar el puesto desde el 10 de octubre.

En todas las ocasiones, y pese a las presiones de los partidos políticos, Macron ha descartado la posibilidad de dimitir como presidente de la República o convocar elecciones presidenciales o legislativas anticipadas.

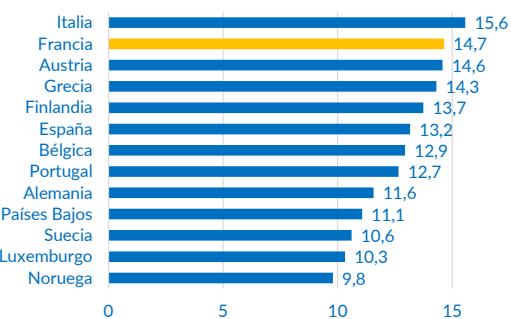
En la crisis más reciente se optó por una solución de continuidad y tecnocrática. El primer ministro Lecornu presentó su dimisión el 6 de octubre, fue aceptada por Macron el 8 de octubre, marcando el 10 de octubre como la fecha para anunciar el nombre del nuevo primer ministro. De forma relativamente inesperada, Macron anunció la reincorporación de Lecornu como primer ministro, con un gabinete marcado por la continuidad del ministro de Finanzas, Lescure (al igual que Lecornu, un aliado de Macron), y los reemplazos en las carteras de Interior –anteriormente ocupada por un miembro de Los Republicanos– y de Educación.

¹ Tradicionalmente, en el sistema francés de elecciones de doble vuelta, los partidos de centro retiran a sus candidatos en la segunda vuelta si no obtienen buenos resultados en determinados distritos con el fin de concentrar el voto en otros aspirantes de partidos centristas frente a candidatos de partidos extremistas.

2. Consecuencias fiscales y financieras de las crisis políticas

El elevado gasto público supone un reto estructural para las cuentas públicas francesas, un problema acrecentado por el impacto de tendencias globales como el envejecimiento poblacional. Este factor, junto con un sistema de pensiones relativamente generoso, ha contribuido a que el gasto en pensiones en el país galo se acerque al 15 % del PIB (ver el gráfico 1), el segundo mayor entre los países desarrollados, solo superado por Italia y notablemente más elevado que el de otros países de su entorno, como Alemania (11,6 %), los Países Bajos (11,1 %) o incluso España (13,2 %).

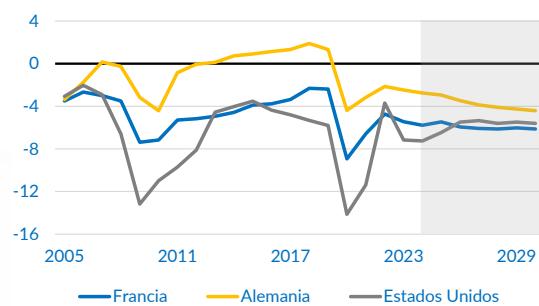
Gráfico 1. Gasto en pensiones (% del PIB)



Fuente: Eurostat (año 2023 o más reciente).

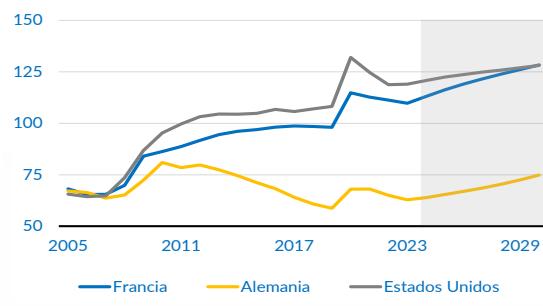
El déficit y la deuda pública franceses son elevados y, sin una consolidación fiscal, corren el riesgo de adoptar dinámicas negativas. La falta de dinamismo económico —derivada de la escasa competitividad y de un exceso de burocracia e intervencionismo público en la actividad—, además de contribuir a las tensiones sociales, dificulta la mejora de las métricas fiscales, tanto en el déficit (ya que lastran los ingresos y fuerzan aumentos de gasto) como en la deuda (que no se reduce en proporción del PIB). En el ámbito estrictamente fiscal, como en el resto de países, la crisis del covid conllevó un deterioro de la situación fiscal, con un fuerte aumento del déficit público y de la deuda pública. Sin embargo, Francia, al igual que Estados Unidos, no ha logrado reconducir sus déficits públicos (gráficos 2 y 3) a niveles compatibles con los objetivos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento de la UE, que se suspendió entre 2020 y 2023, pero ha recuperado su vigencia. En la documentación remitida a la Comisión Europea, el Gobierno francés contempla alcanzar el objetivo de un déficit público del 3 % del PIB solo en 2029.

Gráfico 2. Déficit público (% del PIB)



Fuente: FMI.

Gráfico 3. Deuda pública (% del PIB)



Fuente: FMI.

La fragmentación parlamentaria y las protestas sociales están limitando el margen del Gobierno para adoptar políticas de rigor fiscal. Una muestra de ello fue el proceso de aprobación del presupuesto de 2025, que costó el puesto a Michel Barnier y que finalmente solo pudo aprobarse a principios de 2025. Este presupuesto contiene ajustes modestos del gasto público y algunos aumentos impositivos menores. El primer ministro Bayrou, al igual que sus antecesores, fue explícito en la necesidad de abordar un recorte del gasto público, motivo que le valió amplias críticas del estamento político y de grupos sociales. Otro ejemplo reciente ha sido la propuesta del recién renombrado primer ministro Lecornu, que anunció la suspensión de la reforma de la ley de pensiones —la cual preveía un aumento progresivo de la edad de jubilación— hasta después de las elecciones presidenciales.

Las agencias de calificación crediticia han rebajado su visión sobre la deuda soberana del país (ver la tabla 1), citando el elevado y creciente nivel de deuda pública y las dificultades que la fragmentación política genera para una consolidación fiscal. Las revisiones más recientes han sido a la baja y mantienen, por lo general, una perspectiva negativa, a excepción de Fitch, que ha sido la última en aplicar una rebaja de la calificación.

La prima de riesgo sobre la deuda soberana ha aumentado y se ha situado por encima de los 80 puntos básicos respecto a la referencia alemana a 10 años. De hecho, la prima de riesgo francesa ha superado a la de otros países de lo que se denomina la periferia europea —como España, Italia, Portugal o incluso Grecia—, que aún cuentan con calificaciones crediticias soberanas peores que las de Francia. Ello apunta a la posibilidad de que las acciones negativas sobre la calificación crediticia del país por parte de las agencias podrían mantenerse mientras no se resuelva de forma convincente la situación política.

Tabla 1. Calificación crediticia de Francia

| Agencia | Calificación | Escalones sobre el grado de inversión | Fecha del último cambio |
|---------|--------------|---------------------------------------|-------------------------|
| Fitch | A+ | 6 | sep-25 |
| Moody's | Aa3 | 7 | dic-24 |
| S&P | AA- | 7 | feb-25 |

Fuente: Elaboración propia.

Gráfico 4. Prima de riesgo de la deuda soberana de Francia (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

En las fases más agudas de la crisis, la incertidumbre política ha pesado sobre otros activos, como el euro, que se ha depreciado frente al dólar coincidiendo con los episodios de cambios de primer ministro. El índice bursátil de la Bolsa de París registra una de las peores evoluciones del último año en relación con el resto de índices europeos y nacionales.

3. Perspectivas políticas en Francia

La gobernabilidad en Francia se mantendrá compleja, dada la intención del presidente Macron de completar su mandato en mayo de 2027 en un contexto de minoría parlamentaria. Una posible herramienta para forzar el cambio sería un voto de no confianza promovido por alguno de los partidos de la oposición, aprovechando las fisuras existentes en la coalición que apoya al Gobierno². Esta posibilidad requeriría, sin embargo, coordinación entre fuerzas totalmente opuestas del arco parlamentario, como la coalición de izquierdas y el partido de ultraderecha Reagrupamiento Nacional. El carácter relativamente tecnocrático del gabinete Lecornu puede atribuirse a la voluntad de despolitizar la aprobación de los presupuestos públicos y evitar la convocatoria electoral anticipada.

La parálisis política en Francia supone un reto para la construcción europea en un momento especialmente delicado. La Unión Europea se encuentra en una encrucijada marcada por los retos de competitividad identificados en los informes Draghi y Letta y por la necesidad de reforzar su independencia estratégica en un entorno geopolítico volátil —guerra en Ucrania, tensiones en Oriente Medio, etc.—, marcado además por la desaparición de Estados Unidos como socio confiable. A escala europea, los avances hasta la fecha han sido significativos en

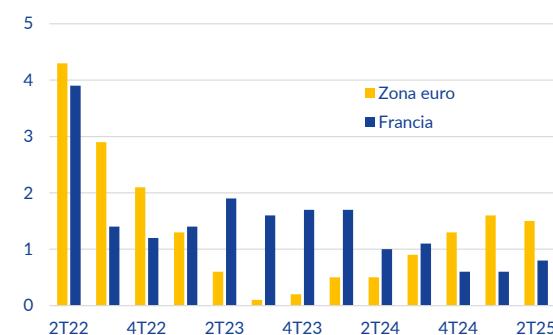
² En el último voto de confianza, al que se sometió el primer ministro Bayrou en septiembre de 2025 y que terminó con su dimisión, varios miembros de su propia coalición votaron en su contra.

materia de expansión fiscal y gasto en defensa (aunque sin una estrategia clara de apoyo a la industria europea), y más limitados en el ámbito financiero, como la movilización de recursos para el tejido empresarial europeo. En este sentido, Francia ha liderado la denominada “etiqueta europea”, que se podrá aplicar a productos financieros cuya inversión esté centrada en el continente. Cabe recordar que **Francia ha tenido un papel central en prácticamente la totalidad de las iniciativas de integración europea**, lo que agudiza los riesgos de que la parálisis política en Francia tenga repercusiones en la política europea.

Desde el punto de vista económico, Francia dispone de un margen de estímulo reducido, dado el prácticamente nulo espacio fiscal disponible. Ello supone un reto, ya que el país ha registrado sistemáticamente crecimientos por debajo de la media europea en los últimos años (ver el gráfico 5) en un entorno de crecientes problemas de competitividad de su tejido empresarial. Es importante tener en cuenta que la mejor evolución relativa de Francia frente a la zona euro observada en 2023 se produjo en un contexto de fuerte descenso de la actividad en Alemania, motivado por el fuerte aumento de los precios energéticos derivado del conflicto armado entre Rusia y Ucrania.

Gráfico 5. Crecimiento del PIB

(variación interanual, en %)



Fuente: Eurostat vía Bloomberg.

4. Creciente foco en la situación fiscal

Francia no es una excepción en el panorama global. Otras grandes economías desarrolladas también están bajo creciente presión en sus mercados de deuda pública soberana, en un contexto marcado por cambios en las condiciones y los actores del mercado. En concreto:

- **La oferta de deuda pública ha aumentado de forma notable**, no solo por el covid, sino también por un entorno político caracterizado por crecientes demandas sobre los recursos públicos (envejecimiento, transición verde, revolución digital, etc.) y presión sobre los ingresos públicos (competencia fiscal entre territorios, tendencias y fragmentación políticas, etc.).
- **Los bancos centrales han dejado de ser compradores netos de bonos en los mercados de deuda pública soberana para convertirse en vendedores netos**, a medida que dejan vencer los bonos adquiridos en el pasado y no renuevan sus tenencias.
- **La normalización de las políticas monetarias** de buena parte de los bancos centrales ha supuesto un aumento de los tipos de interés y, con ello, de los costes de servicio de la deuda para los Estados, añadiendo una vulnerabilidad adicional.

El cambio de composición de la base compradora representa un reto. Los fondos de inversión (*investment funds*) y de cobertura (*hedge funds*) han ganado importancia en los mercados de deuda soberana como compradores de deuda pública. Estos participantes son más sensibles al precio que los actores que dominaban este mercado en el pasado, como los gestores de reservas internacionales y los propios bancos centrales. Ello es especialmente cierto en momentos de tensión en los mercados financieros, cuando estos agentes pueden deshacerse de la deuda soberana y amplificar movimientos iniciales, ya sea por un menor interés en la propia deuda o, de forma mecánica, por la necesidad de mantenerse dentro de ciertos parámetros en sus estrategias de rentabilidad-riesgo. Este comportamiento ha dado lugar al concepto de **“bond vigilantes”**, que define a aquellos participantes del mercado que provocan fuertes aumentos en la rentabilidad de

la deuda soberana de un país ante noticias o desarrollos que consideran perjudiciales para ese país.

La combinación de elevados niveles de deuda pública y de crecientes dificultades para financiar los déficits puede contribuir a generar círculos viciosos. Un primer círculo se produce por los mayores tipos de interés exigidos sobre la deuda pública, que aumentan el gasto en intereses de los Estados y, con ello, ejercen renovadas presiones sobre el gasto y el déficit públicos. Un segundo círculo, no menos importante, puede producirse si los recortes de gasto afectan a partidas socialmente sensibles, provocando pérdidas de apoyo del Gobierno y dificultando la implementación de dichos recortes, lo que, a su vez, impide reducir el déficit público.

Los episodios de elevada volatilidad en los mercados de renta fija soberana provocados por desarrollos fiscales se están volviendo cada vez más comunes y afectan a países centrales y sistémicos del sistema financiero internacional. Por ejemplo:

- **Reino Unido vivió, a principios de julio de 2025, un episodio de fuerte aumento de la rentabilidad de su deuda soberana** y de depreciación de la libra esterlina, tras un discurso del primer ministro Starmer en el que no dio un apoyo explícito a su ministro de Finanzas, percibido como señal de tensiones dentro del Ejecutivo y de menor compromiso con la consolidación fiscal.
- **Japón, también a principios de julio de 2025,** experimentó un episodio similar, iniciado a raíz de discursos poco proclives a la prudencia fiscal por parte de los dos principales partidos ante las elecciones legislativas de ese mes.
- **Estados Unidos, en abril de 2025, registró un fuerte aumento de la rentabilidad de la deuda soberana a largo plazo,** provocado por los anuncios del Liberation Day y posteriores declaraciones que intensificaron las tensiones, especialmente entre Estados Unidos y China. En esta ocasión, el propio presidente Trump señaló que el nerviosismo de los mercados de renta fija estaba detrás de la pausa arancelaria introducida el 9 de abril.

En este contexto, España encuentra apoyos en la situación económica, pero enfrenta lastres en la situación política. La economía española ha aprovechado los últimos años de notable expansión de la actividad para reducir el apalancamiento de los agentes económicos, incluyendo la ratio de deuda pública sobre el PIB. Desde el punto de vista económico, la principal vulnerabilidad proviene del papel central que el aumento de la población, a través de la inmigración, ha tenido sobre el PIB, lo que ha condicionado una evolución menos favorable de otros indicadores más cualitativos, como la renta per cápita o la productividad del trabajo. En términos de política doméstica, las crecientes tensiones en la coalición de investidura suponen un reto para la implementación de políticas domésticas, incluyendo la elaboración de presupuestos públicos, aunque con consecuencias menos adversas en términos de déficits públicos que en el caso francés.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran 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. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera 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 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 de los analistas 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 pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de 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 interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con 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 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, incluso 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.*