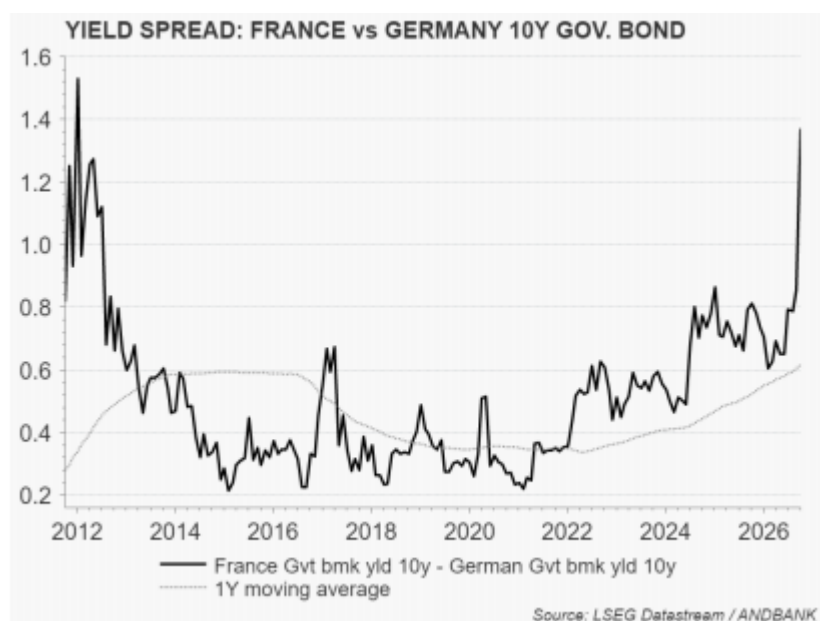


Flash Note: Francia: Preguntas y respuestas que marcarán la evolución en su prima de riesgo.

La relevancia y lo delicado de este tema nos han llevado a tomarnos algo más de tiempo para elaborar nuestras conclusiones, además de por el gran número de preguntas que nos trasladan y que queremos responder. Sin más preámbulos, vamos con ellas.

¿Puede la prima de riesgo francesa normalizarse por sí sola?

No. El diferencial que Francia (respecto Alemania) tiene que pagar para financiarse ha saltado 63pb en apenas dos meses (entre agosto y hoy), y se situó el lunes en 143 pb. Este “gap” no se ve desde el “Whatever it takes” de Draghi. ¿Recuerdan? En mayo de 2012, en plena crisis existencial del EUR. (ver gráfico inferior)



Inevitablemente la situación evoca recuerdos de aquella crisis del EUR (quizás por ello el euro ha caído desde 1.17 a 1.12 en el mismo periodo, esto es, un -4.3%). Es cierto que tras el 2012, la prima de Francia se normalizó y cotizó en 20 pb durante el periodo 2015-2021, pero todos sabemos que tuvo que darse un rescate general para ello. Así que no tratemos de caer en la trampa del “esto se arregla solo”. La pregunta que todos nos deberíamos hacer es otra: ¿Hasta dónde puede llegar la prima de Francia antes de activar los mecanismos de asistencia?

Esto no es como en 2012, en donde el riesgo afectaba a varios países de la periferia. ¿Debe esto tranquilizarnos?

Efectivamente, una diferencia notable (a la que se agarran los más optimistas) es que, en aquel entonces, el epicentro de la crisis eran los países periféricos, con riesgo real de quiebra, más notablemente Grecia, cuya prima de riesgo se disparó a 3500 puntos. Hablábamos pues de posibilidad real de quiebra inminente, y de otros países. Hoy ni hablamos de quiebra inminente, ni estamos hablando de países periféricos. No creo que debamos hacer una comparación directa con 2012. Eso es bueno. Pero cuidado. Que el epicentro de una posible crisis de deuda en Europa no sea Grecia, si no Francia, no sé hasta qué punto la hace más peligrosa hoy. Esto es como alguien que se infecta de un virus. La preocupación debe ir acorde con la peligrosidad potencial de ese virus, que a su vez tendrá que ver con el coste de la vacuna para neutralizar el virus. Cuanto más poderoso, más costosa la vacuna. De acuerdo con esta metáfora, la vacuna para neutralizar el riesgo que suponía el virus Grecia no tiene nada que ver con la vacuna para neutralizar el riesgo del virus Francia. La vacuna para este último, me temo, es infinitamente más costosa; lo que hace que la situación, sin ser comparable, sea potencialmente más peligrosa hoy que en 2012.

A diferencia de 2012, hoy existen mecanismos de asistencia ¿Estamos mejor protegidos ahora que entonces?

En 2012, las primas de riesgo se fueron a la estratosfera porque no existía un prestador de última instancia para actuar y prevenir una quiebra. Hoy sí existen unos respaldos de urgencia (“backstops”) en forma de fondos específicos de respaldo a países: el European Stability Mechanism (fondo de rescate que concede asistencia financiera a los estados, pero bajo condicionalidad), o TPI del (Transmission Protection Instrument) por el que el BCE compra deuda de un país si considera que un aumento injustificado de su coste de financiación está perjudicando la transmisión de política monetaria. De nuevo. Cuidado con pensar que la existencia de estos mecanismos de asistencia hace que una crisis de deuda deba ser ahora menos violenta. Primero: la activación de estos mecanismos de rescate no es nada fácil. El ESM está creado por los países de la eurozona y las decisiones de asistencia las toman los ministros de finanzas por unanimidad; y es difícil ver unanimidad para rescatar a un gobierno que lo hace todo mal. Segundo: estos mecanismos conllevan condiciones, por lo general en forma de disciplina fiscal, pero estas condiciones no son aceptadas por muchos segmentos de la sociedad —lo que dificulta su activación—. Así que, no hay que dar por sentado que la existencia de estos mecanismos de asistencia rebaja, por sí solo, el riesgo de una crisis de deuda en la Euro área.

¿Por qué otra razón podría ser más peligrosa la tensión actual que en 2012?

Hay otra diferencia notable con el 2012, que hace que, en esta ocasión, la situación pueda ser potencialmente más peligrosa: el salto en la prima de riesgo de Francia en 2012 se inició en un contexto en donde la TIR del bono de Francia (y el resto) venía cayendo. Hoy en cambio, la TIR del bono de Francia (y muchos otros) viene subiendo.

Esto es más peligroso, pues sitúa a Francia en la frontera de los rendimientos europeos, en un contexto de mayores dificultades para sus finanzas públicas, lo que puede acelerar cualquier desenlace en un mercado que está a flor de piel.

Como inversor, tomo decisiones en un entorno de incertidumbre. Me resulta útil ordenar esa incertidumbre con la matriz de Rumsfeld, en donde cada celda describe un entorno posible, y según sea el entorno, tomé más riesgo o soy más cauto. Recuerden los entornos posibles: En un primer entorno vivimos en un mundo que reúne lo que conocemos y comprendemos. En otro entorno confluye lo que conocemos, pero no hemos identificado. En otro, lo que sabemos, pero no reconocemos. Y en un cuarto entorno confluye lo que ni conocemos ni sabemos que ignoramos; sin duda, terreno fértil para los cisnes negros. Creo que los nervios a flor de piel en el mercado describen mejor este último entorno. Quizá ello me hace ser más cauto con respecto a esta cuestión.

Los grandes bancos no parecen preocupados con Francia. Afirman que tienen margen para actuar. ¿Es esta visión correcta?

Sí. Francia tiene margen de maniobra para revertir la situación y evitar males mayores en su mercado de deuda. Pero ese margen de maniobra requiere de una acción urgente por parte del gobierno y de la Asamblea Nacional de Francia en términos de ajuste fiscal —cosa difícil—. Los antecedentes no van en la línea de esa “calma” de la gran banca: el Gobierno ya ha presentado este 1 octubre el proyecto de ley de finanzas (Projet de loi de finances, PLF) y la Asamblea Nacional discutirá el proyecto hasta el 16 de noviembre, dejando el voto sobre el conjunto del presupuesto para el 17 de noviembre. Las posibilidades de que se apruebe son bajas: la oposición no lo apoya tal y como está presentado, la izquierda amenaza con censurarlo, el Partido Socialista pide cambios y el RN mantiene su rechazo por ahora. Entonces, ¿dónde queda el margen de maniobra del gobierno para calmar al mercado, tal y como

sostiene la gran banca? Ante el rechazo de la Asamblea al presupuesto, el primer ministro Sebastien Lecornu deberá recurrir al artículo 49.3 (o el 47.3), que le permitirá aprobar el texto sin votación; lo que nos llevará muy probablemente a una moción de censura —y las consecuentes ampliaciones adicionales en el spread del bono ante la mera posibilidad de una caída del gobierno—.

¿Puede sobrevivir a la moción de censura, pasar el presupuesto por decreto, y así calmar al mercado?

Sí a la primera parte de la pregunta. No lo creo a la última parte. Como ocurriera en 2016, donde el presupuesto salió haciendo uso del artículo 49.3 (aprobado sin votos), lo que desencadenó una moción de censura, pero esta no prosperó, diría

que veremos ahora el mismo guión. ¿Calmará esto al mercado? No. De hecho,

Creo que todo este mecanismo generará mucho ruido malo, posiblemente con ampliación adicional de spreads, si bien al final se estabilizará, pero temo que lo hará en un nivel estructural más alto. Peligroso.

¿Por qué el presupuesto, aunque sea por decreto, no ha de calmar al mercado?

A los factores ya mencionados se suma un punto de partida desfavorable: la deuda bruta francesa alcanza el 121% del PIB y su coste financiero crece más deprisa que la economía. La deuda aumenta en torno al 4% anual y el gasto en intereses, cerca del 6%, frente a un crecimiento del PIB del 0,5% en términos reales y del 2,5%-3,5% en términos nominales, según la inflación. Esta dinámica, junto con la incertidumbre política en torno al presupuesto, apunta a una extensión gradual de la prima de riesgo.

Como contrapeso a favor, la deuda neta se sitúa en el 78% del PIB y se ha mantenido relativamente estable desde 2016. Es un dato tranquilizador, aunque no altera por sí solo el diagnóstico.

Mi impresión es que, aun con un presupuesto aprobado, la deuda seguirá aumentando gradualmente. El presupuesto de 2026 no logró contenerla, y el que ahora se debate tampoco lo hará —plantea un déficit del 5%, pero los organismos ya han advertido de un elevado riesgo de desviación—.

Lo observado hasta ahora define a un Gobierno muy sensible a la reacción social y poco dispuesto a enfrentar a “la calle”. Así que, a partir de todo esto: presupuesto frágil, crecimiento esperado, presión de la calle, etc. Francia estará en una posición fiscal más débil dentro de un año. Por ello, la tendencia de fondo de la prima de riesgo seguiría siendo alcista: con mínimos y máximos cada vez más elevados, oscilando entre ellos.

¿Qué driver puede revertir la trayectoria en la prima de Francia, si el gobierno no actúa?

Solo podríamos sostener la situación fiscal francesa, sin deteriorar la prima de riesgo, si el BCE lograra reducir la rentabilidad nominal de su deuda hasta el 2%, como ocurrió con Italia. Pero el contexto ha cambiado. Entonces, el exceso global de ahorro facilitaba contener las rentabilidades; hoy ese excedente de ahorro global viene reduciéndose desde 2022, por lo que una intervención de esa magnitud en el mercado de deuda podría exigir un esfuerzo mucho mayor.

¿Francia recurrirá a los mecanismos de asistencia solo cuando la presión del mercado sea extrema?

Probablemente. El Gobierno evitará pedir asistencia mientras pueda. Tanto por la resistencia del resto de países (que deberán asumir el coste) ello suscitaría, como por la condicionalidad que implicaría: cumplir con el Fiscal Framework de la UE — rechazada por sectores de la política francesa—.

Durante ese ínterin, y sin un cambio de rumbo creíble, Francia prolongará la trayectoria de los últimos años, que ha contribuido a la tensión actual. En resumen. La existencia de los mecanismos de apoyo no garantiza que la prima de riesgo deje de subir: podrían activarse, eso sí, solo cuando la presión alcance niveles peligrosos.

¿Qué implicaciones tendría activar los mecanismos de asistencia?

Si Francia llegara a recurrir a esos programas, nada resultará gratis para el inversor en euros. Si el ECB se pusiera manos a la obra y empezará a comprar deuda francesa para llevar la TIR al 2%, lo primero que ocurriría es que los tenedores extranjeros de papel francés se lo venderían al ECB, y si no, lo colocarían en mercado.

Es muy probable que no solo vendan sus holdings de bonos franceses; también sus bonos de Alemania, Italia, Holanda, España; y la presión podría extenderse a otros mercados soberanos europeos.

¿Por qué? Porque la contracara de una actuación de rescate a Francia por parte del BCE está en el euro. Con estas decisiones no sabría decirles exactamente hacia dónde se dirigiría el euro, pero temo que a reconquistar las bajas cotas del pasado.

¿Qué escenarios se abren y qué probabilidad asignamos a cada uno?

Identifico tres posibles escenarios:

1.Mejora sustancial de la prima de riesgo. Si el Gobierno logra contener la protesta social y encauzar las finanzas públicas hacia una senda sostenible, la prima francesa podría estrecharse con fuerza. No será fácil. Asignaría a este escenario una probabilidad inferior al 10%.

2.Repricing gradual al alza de la prima de riesgo. Los inversores irán calibrando el umbral en donde se activarían los mecanismos de respaldo financiero. En ese cálculo, la prima francesa seguirá ampliándose gradualmente hasta aproximarse a ese umbral, que probablemente se sitúe bastante por encima del nivel actual. Probabilidad asignada: 80%.

3.Escalada abrupta de la prima de riesgo: Esto solo tendría lugar si la Asamblea Nacional mostrase signos de rechazo frontal al marco fiscal de la UE y a la condicionalidad para la asistencia, lo que eliminaría toda visibilidad de activación del mecanismo. Probabilidad: 10%.

¿Puede haber contagio a otros bonos de gobierno de la Euro área?

No necesariamente. Debemos mirar a Francia como un riesgo idiosincrático, y no el reflejo de la subida global de las rentabilidades. Si bien la venta de bonos de Francia coincide con una venta global de bonos, Francia ha ampliado el doble que Italia, Bélgica o Grecia. Significa que solo la mitad del deterioro francés es atribuible a esta tensión generalizada. La otra mitad es atribuible a factores específicos de Francia.

Tenemos un problema específico interno, del cual no veo ninguna solución específica interna. La historia también nos enseña que no necesariamente debe haber contagio.

Según el precedente italiano, aquella ampliación de 2018 no condujo a un repunte generalizado de los diferenciales soberanos en otros países. En aquel entonces, la mayoría de los diferenciales se mantuvo contenido entre 30-70pb; ¡con Italia en 300pb!

Por otro lado, Italia muestra hoy recurrentemente superávits primarios y goza de estabilidad política (inusual pero cierto). Grecia, por su parte, crece con solidez, al 2% yoy. Todo ello hace que el contagio sea improbable. Y lo cierto es que no hay contagio hasta el momento. Esto se ve en la jerarquía lineal y ordenada entre rating y TIR en Europa. Todos los bonos soberanos siguen el patrón razonable en su relación rating-prima de riesgo, pero se rompe para el caso de Francia —para la que el mercado asigna ahora un rating implícito de BBB-, y no de AA- como indica su rating actual. Por ello hay que tratar a Francia como un factor idiosincrático. No como el detonante de una nueva crisis del euro. Eso es bueno.

La gran pregunta. En ese deterioro gradual, ¿hasta dónde puede llegar la prima de Francia?

Todo lo observado ha coincidido con una novedad importante: el desgaste de la opción centrista (Eduard Phillipe) de cara a las presidenciales de 2027. Eduard Phillipe -ex PM- mostró su compromiso con el papel central y estabilizador de Francia en el núcleo de la UE. Ese doble rol se está perdiendo y, sin él, aumenta la incertidumbre sobre cuándo, y bajo qué condiciones el BCE podría desplegar su artillería de ayuda. ¿Por qué? Porque no hay sintonía entre burócratas de Bruselas y del ECB, y los populismos internos de Francia. En Italia, cuando se formó la coalición M5S y La Liga (ambos populistas), suscitó serias dudas sobre la disposición de Roma a cumplir con la condicionalidad y disciplina fiscal exigida por la UE. Eso llevó a la prima de riesgo de Italia a saltar desde los 150pb a los 300pb, nivel en el que se mantuvo por un largo año. ¿Sugiere esto que la prima de riesgo de Francia puede dirigirse a 300 pb? Les dejaré a ustedes responder a esa pregunta. Solo tienen que mirar a sí Francia rechaza la condicionalidad o no.

¿Algo que esté ayudando? Sí, la macro está ayudando.

Desde Julio los datos en la eurozona han superado las expectativas y los indicadores adelantan una cierta bonanza económica.

Visión a largo plazo

Los analistas de mercado, y que escriben elegantemente desde la gran banca, suelen ser prudentes al plantear escenarios muy alejados de las cotizaciones actuales. Si la prima francesa ronda los 140 puntos básicos, pocos anticiparán que pueda alcanzar los 300, aunque Italia llegara a esos niveles. Es cierto: Francia no es Italia. Yo, en cambio, debo preguntar: ¿hasta qué punto son comparables sus riesgos?

Un gran banco estadounidense sostiene hoy que la deuda francesa está barata, basándose en sus modelos de riesgo soberano y en que, tras anteriores episodios de tensión política, la prima acabó normalizándose. Pero cabe preguntarse si esa normalización habría sido posible sin la intervención del BCE. Y cabe preguntarse también si esa es una hipótesis válida en un entorno de competencia mucho más intensa por el capital.

Quienes somos algo más francófonos, bien sea porque tenemos a este país a 10km, lo que hace que seamos tendentes a aprovecharlos fines de semana para pasear allí, o a pasar innumerables vacaciones, o por el simple hecho visitamos a los hijos que estudian en Tolouse, Montpellier o Perpiñán, todo ello hace que en donde vivo, el peso de la política francesa en nuestras conversaciones cotidianas alimente una percepción menos complaciente. Expresiones como «no tiene remedio» o «más de lo mismo desde hace 50 años» reflejan un enfoque distinto al del mercado. Y desde esa perspectiva, salvo que se produzca un cambio profundo en la gestión pública, uno tiende a pensar que el deterioro va a continuar. Eso sí, gradualmente.

¿Eso no significa que la prima ya no pueda bajar desde los niveles actuales? En absoluto. Puede hacerlo. De hecho, así lo creo, pero no necesariamente regresar a los mínimos de 2015-2019, favorecidos por el QE del BCE. Mi escenario, como mencioné antes, es el de una tendencia con mínimos cada vez más altos y también máximos más altos, dentro de una tendencia de fondo alcista.

De forma irónica, y si me permiten esta licencia, el problema de Francia es pertenecer a la Eurozona. El mercado de deuda francés está denominado en una moneda que el gobierno francés no puede emitir. Para países acostumbrados a resolver sus pecados fiscales por la vía de la devaluación, meterse en el euro resulta en una trampa mortal sino están dispuestos a cambiar su régimen de gestión pública. Y si no lo hacen, y siguen como si todo pudiera resolverse con devaluaciones, o bien veremos un euro por los suelos, o bien veremos el día en el que la deuda de Francia, y la moneda francesa volverán al mercado.

Este debate trasciende a Francia. ¿En qué medida está el proyecto de la Euro

área en juego?

Francia debe salvarse a sí misma. No hay otra. El BCE no puede intervenir para contener el coste de financiación sin asestar un golpe al EUR, y con ello, al resto de países de la Euro área. ¿Por qué, si ya se hizo? No es lo mismo que todos los países compartan el coste de un rescate cuando todos lo necesitan, que asumirlo conjuntamente para asistir a un solo país. Ahí pueden empezar a tensarse los límites políticos de la unión monetaria.

Cuanto más retrase Francia una solución creíble, más difícil será la disyuntiva para el BCE: apoyar la deuda francesa, con el riesgo de debilitar el euro y su proyecto, o dejar que el mercado presione la deuda de Francia y preservar la moneda.

La pregunta no es si veremos esa disyuntiva, sino cuándo y en qué condiciones.

Cordiales saludos

Alex Fusté
Chief Global Economist
ANDBANK