

## Opinión

# La prima de riesgo de Francia alcanza a la de España



Roberto Scholtes

Ha tenido mucho eco la noticia de que la prima de riesgo de Francia ha alcanzado a la de España, en unos 80 puntos básicos (pb), debido a la parálisis legislativa que dificulta reconducir su senda fiscal. Pero, por simbólica que sea esta señal, las implicaciones económicas y financieras parecen por el momento limitadas, a la espera del dictamen de las agencias de calificación crediticia este otoño.

Las diferencias de la deuda pública en la zona euro, al margen del ocasional ruido político, viene determinados por cinco factores: el déficit presupuestario, la deuda sobre el PIB, el rating, el crecimiento económico y el tamaño y liquidez del mercado. Con las correcciones actuales, cada punto porcentual de déficit mueve aproximadamente la prima de riesgo unos 10 pb, cada 5% de deuda adicional eleva la prima un pb y cada escalón de rating unos 8 pb.

El talón de Aquiles de Francia es claramente el déficit, que el recientemente nombrado primer ministro Michel Barnier admitió en su discurso inaugural ante la Asamblea Nacional que este año podría incluso aumentar y acercarse al 6% del PIB. Esto sitúa a su país en la diana del Protocolo de Déficit Excesivo de la Unión Europea, augura un difícil pulso con la Comisión y enormes dificultades para aprobar el Presupuesto para 2025 en un Parlamento fragmentado y sin coalición operativa.

Pero la clave estará probablemente en las agencias de calificación crediticia, que aún la mantienen entre AA y A-. Esto es muy importante, dado que los inversores extranjeros poseen el 54% de los bonos en circulación, en buena parte los bancos centrales, fondos de riqueza soberana y otras institucionales.

Este porcentaje ha ido subiendo en los últimos años por su atractiva combinación de elevada solvencia, enorme liquidez (2,5 billones de euros en circulación) y una prima de rentabilidad sobre la más escasa deuda alemana.

Si las tres grandes agencias de rating llegaran a rebajar a la

liga de las A en sus revisiones de octubre y noviembre, podría producirse un éxodo inversor que agravaría la dinámica actual. Pese a todo, es algo improbable, por lo menos este año. Las tres mantienen una “perspectiva estable” y reconocen las fortalezas y diversificación de la economía gala, su amplia base tributaria y una sólida posición exterior.

En el escenario de que aguante el AA-, que el déficit de 2025 ronde el 5% y que la deuda bruta escale al 115% del PIB (ya 10 puntos más que en España), la prima debería moverse entre 80 y 90 pb, muy pegada a la de nuestro país, penalizada por su mejor liquidez y rating a pesar del mayor crecimiento económico.

## Repercusiones limitadas

Con todo, las repercusiones económicas y financieras son relativamente limitadas. La vida media de los bonos del Tesoro francés es de 8,5 años, por lo que el servicio de la deuda se encarecerá muy lentamente. Lo más relevante es que apenas está elevando los costes de financiación de sus empresas, ya que el 0,25% más que está cobrando la banca en los préstamos a empresas será sobradamente contrarrestado por las rebajas de tipos del BCE, y el diferencial crediticio medio de los emisores corporativos ha repuntado 5 pb. Las que sí han sufrido más son las compañías cotizadas francesas, sobre todo bancos y concesionarias, muy sensibles a los tipos a largo plazo, y en unas valoraciones que nos parecen atractivas a estos niveles.

En conclusión, que Francia empate con España en la prima de riesgo no es un drama, pero sí una señal de lo difícil que va a ser volver a una senda fiscal sostenible en unos países que, como bien explicaba Mario Draghi tras la reciente publicación de su informe sobre cómo mejorar la competitividad europea, se enfrentan al “cuatrilema” de escoger entre mantener el Estado de bienestar, los objetivos fiscales, el Pacto Verde, y el aumento de gasto en seguridad y defensa en el marco de la OTAN.

El mayor riesgo para Francia es una rebaja de su calificación crediticia que provoque un éxodo de inversores internacionales que ahora poseen más de la mitad de su deuda.

Jefe de Estrategia,  
Singular Bank

# ¿Cuánto tiempo más seguirá el mundo adicto a la deuda de Estados Unidos?



Maria Vassalou

Los bonos del Tesoro de Estados Unidos han subido con fuerza en los últimos meses, ya que los inversores esperan recortes de tipos de interés de la Reserva Federal. Pero no se han disipado las preocupaciones a largo plazo entre algunos inversores respecto a la creciente carga de la deuda federal, cuya magnitud y ritmo al que aumenta parecen insostenibles. La relación deuda/PIB de Estados Unidos se encuentra en máximos históricos. Alcanzó el 124% del PIB en 2023 y se prevé que aumente al 129% para 2033. Son niveles que llevarían a una crisis de deuda y divisas en economías emergentes. Pero ninguno de los candidatos a la Presidencia de Estados Unidos tiene un plan convincente para abordar la sostenibilidad de la deuda del país.

El caso es que los extranjeros tienen tanto que perder como los estadounidenses en una crisis de deuda norteamericana. Los extranjeros han reforzado la preeminencia financiera de Estados Unidos al haberse cargado de bonos de su Tesoro y de acciones estadounidenses. El resto del mundo se ha vuelto dependiente financiera y económicamente de Estados Unidos, que cuenta con una posición privilegiada en la arquitectura financiera y orden geopolítico mundial. Los extranjeros poseen el 28% de la deuda bruta y el 40% de las acciones cotizadas y privadas de Estados Unidos, que es demasiado grande para quebrar.

Hay que tener en cuenta que el dólar ha sido la moneda de referencia mundial desde Bretton Woods en 1944 por su convertibilidad en oro, y a partir de 1971 como moneda fiduciaria por estabilidad económica y dominio geopolítico. Ello ha permitido a Estados Unidos incurrir en déficits presupuestarios y por cuenta corriente persistentes para respaldar un mayor consumo y crecimiento, con menor inflación, financiado con capital del resto del mundo. Además, ha continuado atrayendo capital extranjero por su capacidad superior para desarrollar nuevas tecnologías, innovar y crear empresas unicornio (de más de 1.000 millones de capitalización).

Esta exposición financiera es tal que si Estados Unidos fuera una empresa, los inversores extranjeros estarían invertidos en toda su estructura de capital y cualquier problema, incluso con el más seguro de los activos, tendría repercusiones financieras en todos los demás. De manera que unas turbulencias en el mercado de bonos del Tesoro norteamericano pueden afectar a las otras clases de activos. Incluso la renta variable estadounidense, respaldada por la necesidad de los extranjeros de apoyar la deuda del Tesoro se están elevando al estatus de activo “cuasi seguro”. Es, pues, del interés del resto del mundo limitar la probabilidad de un colapso de la deuda de Estados Unidos. Debemos esperar que el sector oficial extranjero –principalmente grandes bancos centrales y fondos soberanos– una fuerzas con la Reserva Federal para frenar cualquier amenaza de desmoronamiento de la deuda estadounidense y obstaculizar una crisis financiera mundial. Las sucesivas administraciones lo han reconocido y utilizado como herramienta de negociación para preservar los intereses económicos y geopolíticos estadounidenses.

Además, el mundo en desarrollo crece más rápido que los países con activos considerados “seguros”, de manera que la demanda de estos activos seguirá superando a su oferta.

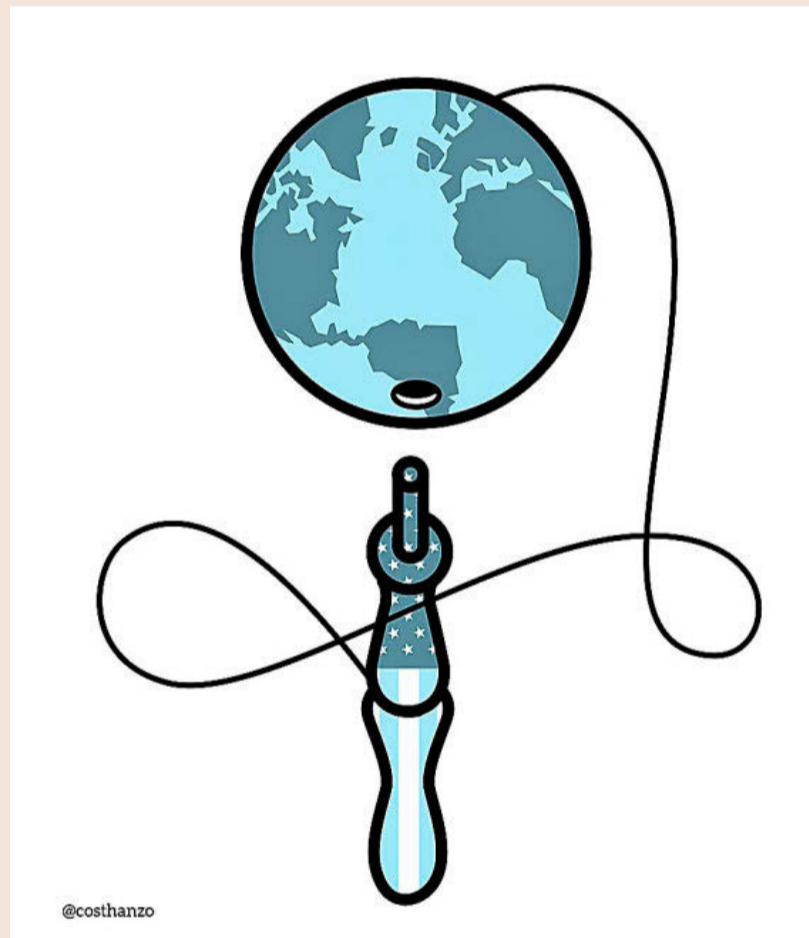
Ahora bien, la capacidad de Estados Unidos para sostener sus déficits masivos depende de la capacidad de generar excedentes de capital de los extranjeros y que estos prefieran invertir en Estados Unidos en lugar de sus economías, así como de la fortaleza y estabilidad de sus alianzas geopolíticas con el resto del mundo. También de que Estados Unidos sea capaz de man-

tener su posición como principal motor mundial de la innovación y, por tanto, de la rentabilidad de la renta variable.

En todo caso, no hay garantía de que Estados Unidos pueda soportar unos niveles ilimitados de acumulación de deuda. Como proveedor dominante de “activos seguros” mundiales, no puede expandir su emisión de deuda para siempre para satisfacer la demanda mundial sin incurrir en fragilidades económicas y problemas de seguridad nacional. De hecho, la posición financiera privilegiada de Estados Unidos es más vulnerable a medida que el mundo se vuelve menos globalizado y más fragmentado geopolíticamente, sobre todo si los países que generan excedentes de capital comienzan a invertir más domésticamente, incluyendo infraestructuras y energías verdes.

## Riesgo geopolítico

Además, el principal riesgo para la sostenibilidad de la deuda de Estados Unidos es de naturaleza geopolítica. China ha forjado lazos con otros mercados emergentes, creando un bloque comercial que realiza cada vez más transacciones en monedas distintas del dólar. Por su parte, la coalición BRICS-plus puede resultar en una fragmentación de los mercados financieros y un mundo multipolar que desafíe el dominio financiero y geopolítico.



@costhanzo

tico de Estados Unidos. La Oficina de Presupuesto del Congreso norteamericano proyecta para 2028 que los intereses supongan alrededor de un 60% del déficit federal. El país necesitará una proporción cada vez mayor de nuevos préstamos para pagar los intereses de la deuda pendiente y en algún momento los vigilantes de los bonos pueden impacientarse y desencadenar una venta masiva de sus bonos del Tesoro, que puede extenderse rápidamente a otras clases de activos y jurisdicciones.

Es probable que los mercados permanezcan atentos a la deuda pública estadounidense con episodios de volatilidad y fluctuaciones del tipo de cambio. Ahora bien, además de su dominio geopolítico, su liderazgo en innovación se traduce en rentabilidades en renta variable muy atractivas, que actúan como garantía para los inversores respecto a la capacidad de recaudación de impuestos y asegurar el estatus de refugio de su deuda, siendo poco probable, de momento, que se altere el equilibrio existente o la capacidad de Estados Unidos como productor de “activos seguros”. De momento, cualquier revés para los bonos del Tesoro debe verse como una oportunidad de compra.

Directora de Pictet Research Institute, autora del estudio  
‘El papel clave de la sostenibilidad de la deuda de Estados Unidos en la arquitectura financiera mundial’