

Francja: Smutek związany z powrotem polityków „do szkoły”

Cztery kwartały z rzędu spadku inwestycji francuskich firm, mniejsza ich rentowność – jej szczyt w 2024 jest już tylko wspomnieniem, gospodarstwa domowe szukają oszczędności, ale... w 2026 roku spodziewamy się ożywienia gospodarczego we Francji napędzanego: zmniejszeniem niepewności handlowej, odbiciem gospodarczym w Niemczech, (słabym, ale zawsze) ożywieniem w sektorze budowlanym i stopniową normalizacją stóp oszczędności gospodarstw domowych – czytaj: „wzrostem ich konsumpcji”. Eksporterze – mimo wszystko kierunek Francja!

Ludovic Subran
Główny ekonomista
ludovic.subran@allianz.com

Ana Boata
Kierownik ds. badań ekonomicznych
ana.boata@allianz-trade.com

Maxime Darmet
Starszy ekonomista ds. Stanów
Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i
Francji
maxime.darmet@allianz-trade.com

Bjoern Griesbach
Szef działu badań
makroekonomicznych i rynków
kapitałowych
bjoern.griesbach@allianz.com

W skrócie:

- **Co brak votum zaufania dla francuskiego rządu oznacza dla firm eksportujących na tamtejszy rynek? Nie spodziewamy się perturbacji popytowych, a nawet (pomimo tych politycznych turbulencji) – pewnej stabilnej poprawy w 2026 roku**, czego wyrazem jest spodziewana poprawa tempa wzrostu PKB z 0,6% w br. do 1,1% w 2026r., także dzięki poprawie konsumpcji wewnętrznej.
- **Łyżka dziegciu, a raczej realizmu:** aby ustabilizować stosunek długu do PKB bez konsolidacji fiskalnej Francja musiałaby osiągnąć wzrost na poziomie +2,3 do +2,4%, – **co jest mało prawdopodobne**
- Wracając do bieżącego zamieszania, a więc powrotu do szkoły (pracy) na politycznej scenie: La rentrée rozpoczął się kolejnym głosowaniem nad wotum zaufania po impasie politycznym w sprawie budżetu na 2026 r. Rząd premiera Bayrou nie przetrwał, co sprawia, że najbardziej prawdopodobnym scenariusza do końca roku będzie osłabiony budżet (20 mld EUR oszczędności w porównaniu z pierwotnymi 44 mld EUR)
- Mimo to można spodziewać się utrzymania kursu pewnej rewizji (wydatków) agencji publicznych, ściślejszej kontroli wydatków na opiekę zdrowotną, niższych transferów do samorządów lokalnych oraz ograniczenia lub zniesienia nieefektywnych luk podatkowych.
- Spready OAT (francuskie średnio i długoterminowe obligacje skarbowe o zapadalności 2 do 50 lat) ustabilizują się zapewne na poziomie około 80-90 punktów bazowych, a deficyt budżetowy Francji prawdopodobnie wyniesie około -5% PKB w 2026 r., nawet jeśli następny rząd zdecyduje się na specjalną ustawę zamiast uchwalenia formalnego budżetu.
- Najgorszym scenariuszem (o prawdopodobieństwie szacowanym przez nas na 15%) byłyby nowe przedterminowe wybory, które mogłyby mocno wpłynąć na wzrost gospodarczy w obliczu zaostrzonych warunków finansowania (spready OAT byłyby wtedy na poziomie 100-110 punktów bazowych) i utrzymać deficyt na poziomie około -5,4% w przyszłym roku.
- Jeśli jednak spready francuskie osiągną poziom 100–120 pb, EBC prawdopodobnie spowolni lub nawet wstrzyma obecne tempo zacieśniania ilościowego (QT), a ruch w kierunku 120–150 pb może uruchomić instrument ochrony transmisji (TPI), który przywróciłby spready do przedziału 80–90 pb.

Wzrost PKB Francji był dotychczas powolny, hamowany przez słaby popyt krajowy i eksportowy. Szacujemy, że niepewność polityczna i zaostrzone warunki finansowe (w porównaniu ze scenariuszem „bez rozwiązania parlamentu w 2024 r.”) w ciągu ostatniego roku spowodowały zmniejszenie francuskiego wzrostu gospodarczego o 0,2 punktu procentowego i zwiększyły deficyt budżetowy o 4 mld EUR z powodu niższego wzrostu gospodarczego i wyższych stóp procentowych. Wojna handlowa i podwyższenie ceł amerykańskich z 1,3% do 13% spowodują dalszy spadek francuskiego eksportu o 5 mld EUR (-0,2% PKB). W perspektywie długoterminowej oczekujemy jednak wzrostu PKB Francji na poziomie +0,1% kw./kw. w III kwartale i +0,2% kw./kw. w IV kwartale 2025 r., a **siłą napędową francuskiego wzrostu gospodarczego będzie umiarkowany, ale jednak – popyt krajowy**, przy czym gospodarstwa domowe skłaniały się do ograniczania konsumpcji dóbr i zwiększania swoich oszczędności. Inwestycje francuskich przedsiębiorstw skurczyły się już w drugim kwartale 2025 r. – był to już czwarty z rzędu kwartał ich ograniczania, prawdopodobnie pod wpływem niepewności politycznej i podwyżek podatków dla przedsiębiorstw. Marże francuskich firm spadły o 1,4 pp do 31,4% wartości dodanej brutto od szczytowego poziomu w 2024 r.

Tym niemniej, prognozy Allianz Trade wzrostu PKB zakładają +0,6% na 2025 r. i +1,1% na 2026 r. **Przewidujemy ożywienie gospodarcze we Francji w 2026 r.**, któremu sprzyjać powinny: zmniejszenie niepewności handlowej, odbicie gospodarcze w Niemczech, (słabe, ale jednak) ożywienie w sektorze budowlanym i stopniowa normalizacja stopy oszczędności gospodarstw domowych (czytaj – ich większa skłonność do konsumpcji). Niemniej jednak horyzont ryzyka w prognozach Allianz Trade francuskiego PKB na 2026 r. jest negatywny w związku z utrzymującym się impasem politycznym. Aby ustabilizować stosunek długu do PKB bez konsolidacji fiskalnej Francja musiałaby osiągnąć wzrost na poziomie +2,3 do +2,4%, – **co jest mało prawdopodobne**.

Sezon powrotu do szkoły we Francji rozpoczął się kolejnym głosowaniem nad wotum zaufania. Premier Bayrou ogłosił głosowanie nad wotum zaufania na 8 września, aby zapewnić sobie poparcie dla swojego ambitnego planu budżetowego (pakiet fiskalny o łącznej wartości 44 mld EUR, czyli 1,4% PKB), którego celem było zmniejszenie deficytu publicznego z 5,8% w 2024 r. do 4,6% w 2026 r. (rząd przewidywał 5,4% w 2025 r.). Ponieważ **prawie połowa tego planu miała formę podwyżek podatków**, budżet Bayrou spowodowałby spadek tempa wzrostu PKB o 0,6 punktu procentowego w 2026 r., a jednocześnie prawdopodobnie nie osiągnąłby celu fiskalnego ze względu na (1) zbyt optymistyczne założenia dotyczące oszczędności w służbie zdrowia i poboru podatków oraz (2) brak jasnej i spójnej strategii strukturalnych cięć wydatków, które pozwoliłyby osiągnąć docelowy deficyt na poziomie -2,8% PKB do 2029 r.

Reakcja rynku odzwierciedla raczej długoterminowe ryzyko fiskalne niż krótkoterminową niepewność polityczną. Spread 10-letnich obligacji skarbowych w stosunku do Niemiec, wynoszący 80 punktów bazowych, pozostaje na poziomie wartości godziwej i jest zbliżony do prognozy Allianz Trade. Pod względem poziomów znajdujemy się w górnej części przedziału od czasu ogłoszenia przedterminowych wyborów w czerwcu 2024 r. Bardziej niepokojący jest bezwzględny poziom rentowności, który obecnie jest najwyższy od 2009 r. na bardzo długim końcu krzywej rentowności. Francja jest obecnie postrzegana przez rynki jako emitent niebędący emitentem podstawowym, bliższy Włochom, a spread może jeszcze wzrosnąć w zależności od rozwoju sytuacji politycznej w przyszłym tygodniu. W najbliższym czasie odbędzie się kilka przeglądów ratingów kredytowych, w tym Fitch (AA- z negatywną perspektywą) 12 września, Moody's (Aa3 stabilny) 24 października i S&P (AA- z negatywną perspektywą) 28 listopada.

Wykres 1: Prognozy dotyczące deficytu budżetowego Francji i wzrostu PKB w różnych scenariuszach – przyjętych jeszcze przed samym głosowaniem

	Oslabiony budżet (50% prawdopodobieństwa)	Rząd tymczasowy, ustawa specjalna (prawdopodobieństwo 30%)	Przedterminowe wybory (15% prawdopodobieństwa)	Zwycięstwo Bayrou (5% prawdopodobieństwa)
Deficyt fiskalny (% PKB)	5,0	5,1	5,4	4,9
Wzrost PKB	1,1	1,0	0,6	0,9

Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

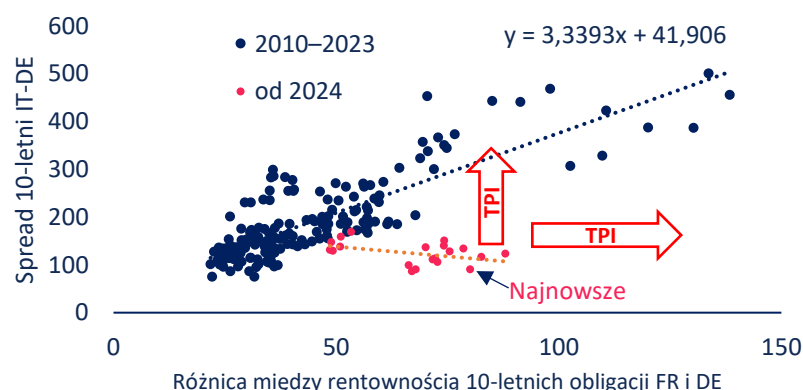
Ostatecznie rząd Bayrou zgodnie z oczekiwaniami (prawdopodobieństwo tej opcji było i tak najmniejsze) nie uzyskał wotum zaufania, co oznacza, że do końca roku najprawdopodobniej zostanie przyjęty budżet o ograniczonym zakresie, zgodnie z wcześniejszymi oczekiwaniami. W tym scenariuszu bazowym spready francuskich obligacji skarbowych OAT wyniosą najprawdopodobniej 80–90 punktów bazowych, a wprowadzenie budżetu może zostać odłożone do początku 2026 r. w związku z trudnymi negocjacjami z partiami politycznymi. Spodziewamy się podjęcia konsolidacji fiskalnej rzędu 20 mld EUR, czyli około połowy planu fiskalnego Bayrou. Koszt pakietu fiskalnego w kontekście wzrostu gospodarczego w 2026 r. będzie niewielki. Oprócz złagodzenia warunków finansowych w związku z poprawą sytuacji na rynkach finansowych, zbytnio nie powinny ucierpieć wydatki prywatne. Deficyt fiskalny osiągnie zapewne 5% PKB w 2026 r., co stanowi spadek z 5,5% w bieżącym roku. Oczekiwać można, że francuski dług publiczny wzrośnie do 117% PKB w 2025 r. i 119% w 2026 r. Koszty odsetkowe osiągną 2,5% PKB w 2026 r. (77 mld EUR), w porównaniu z 2,3% w 2025 r. (68 mld EUR). Spodziewamy się, że **złagodzony budżet zachowa niektóre elementy planu Bayrou, przynajmniej częściowo**, w tym: usprawnienie (przegląd kosztów) instytucji publicznych, usprawnienie i ściślejszą kontrolę wydatków na opiekę zdrowotną, niższe transfery do samorządów lokalnych oraz ograniczenie lub zniesienie nieefektywnych luk podatkowych. **Prawdopodobnie nie obejmie on jednak ogólnego zamrożenia świadczeń socjalnych**, zniesienia dwóch dni świątecznych i zamrożenia progów podatku dochodowego od osób fizycznych.

Rząd może alternatywnie zdecydować się na ustawę specjalną zamiast ustawy budżetowej (prawdopodobieństwo scenariusza szacowane przez Dział Anbaliz Ekonomicznych Allianz Trade na 30%), co spowodowałoby wzrost spreadów OAT do 90-100 punktów bazowych. W tym scenariuszu, nawet pomimo tego, że Bayrou nie uzyskał wotum zaufania, prezydent Macron może poprosić go o pozostanie na stanowisku i kierowanie rządem tymczasowym. Utrzymujący się impas polityczny spowodowałby, że warunki finansowe i spready OAT byłyby nieco bardziej restrykcyjne niż w scenariuszu z osłabionym budżetem, ale wyniki makroekonomiczne i fiskalne byłyby nieco podobne. Szacujemy, że **oparcie się na ustawie specjalnej pozwoliłoby zrealizować około połowy planu fiskalnego Bayrou (20 mld EUR)**. Ogólnie rzecz biorąc, wzrost gospodarczy mógłby być nieco niższy (+ 1%), a deficyt nieco wyższy (-5,1%) w 2026 r. Scenariusz ten zwiększyłby jednak presję na prezydenta, aby ogłosił przedterminowe wybory w 2026 r.

Przedterminowe wybory i poważny kryzys polityczny spowodowałyby wzrost spreadów OAT do 100-110 punktów bazowych, ale wydaje się to mało prawdopodobne (prawdopodobieństwo wystąpienia tego scenariusza szacowane na 15%). W tym scenariuszu nasiliłyby się walki polityczne, zwiększając presję na prezydenta Macrona, aby podał się do dymisji. Wzrost PKB spadłby do + 0,6% w 2026 r. w wyniku zaostrzenia warunków finansowych i fragmentacji politycznej. Powołany zostałby rząd tymczasowy, który prawdopodobnie skorzystałby wtedy ze specjalnej ustawy (tj. konsolidacji fiskalnej o wartości 20 mld EUR). Deficyt fiskalny pozostałby stabilny (na poziomie około 5,4% PKB) ze względu na niski wzrost gospodarczy, który negatywnie wpływa na pobór podatków. Od samego początku najmniej prawdopodobnym scenariuszem (5%) była wygrana przez Bayrou głosowania nad wotum zaufania i przyjęcie budżetu w proponowanej formie – trudno więc nazwać wynik głosowania zaskoczeniem.

Aby EBC uruchomił instrument ochrony transmisji, spready francuskich obligacji skarbowych OAT musiałyby być znacznie większe. Niezależnie od rozwoju sytuacji, EBC prawdopodobnie nie uruchomi instrumentu ochrony transmisji (TPI), co oznaczałoby powrót do luzowania ilościowego (QE). Członek zarządu EBC Isabel Schnabel jasno stwierdziła, że ostatnie zwiększenie spreadów francuskich odzwierciedla problem na poziomie krajowym, a rynki słusznie wyceniają wyższe premie za ryzyko ze względu na pogorszenie się francuskich fundamentów fiskalnych. Niemniej jednak tak zwany „put EBC” pozostaje w mocy, pośrednio ograniczając zmiany spreadów nawet dzisiaj. Jeśli dojdzie do silnego rozprzestrzenienia się kryzysu na inne kraje lub pojawią się oznaki „nieuporządkowanej dynamiki rynku” – kryteria EBC wyznaczające aktywację TPI – to spodziewamy się, że bank centralny nie zawaha się przed interwencją. Naszym zdaniem, gdyby spready francuskie gwałtownie wzrosły do poziomu 100–120 pb, EBC prawdopodobnie spowolniłby lub wstrzymał obecne tempo luzowania ilościowego (QT). Przesunięcie w kierunku 120–150 pb mogłoby spowodować aktywację TPI. Powinno to spowodować powrót spreadów do poziomu 80–90 pb.

Wykres 2: Korelacja między spreadami włoskich i francuskich obligacji skarbowych, pb



Źródła: LSEG Datastream, Allianz Research

Kontakt z Allianz Trade

Grzegorz Błachnio

+48 601 056 830

grzegorz.blachnio@allianz-trade.com**Kontakt z multiAN PR**

Artur Niewrzedowski

+ 48 509 433 874

artur.niewrzedowski@multian.pl

Oceny te, jak zawsze, podlegają zastrzeżeniom przedstawionym poniżej.

STWIERDZENIA DOTYCZĄCE PRZYSZŁOŚCI

Oświadczenia zawarte w niniejszym dokumencie mogą zawierać prognozy, stwierdzenia dotyczące przyszłych oczekiwań i inne stwierdzenia dotyczące przyszłości, które opierają się na aktualnych poglądach i założeniach kierownictwa i wiążą się ze znanymi i nieznanymi ryzykami oraz niepewnością. Rzeczywiste wyniki, osiągnięcia lub wydarzenia mogą znacznie różnić się od tych wyrażonych lub sugerowanych w takich stwierdzeniach dotyczących przyszłości.

Odchylenia te mogą wynikać między innymi z (i) zmian ogólnych warunków gospodarczych i sytuacji konkurencyjnej, w szczególności w podstawowej działalności i na podstawowych rynkach Grupy Allianz, (ii) wyników rynków finansowych (w szczególności zmienności rynkowej, płynności i zdarzeń kredytowych), (iii) częstotliwości i dotkliwości zdarzeń objętych ubezpieczeniem, w tym katastrof naturalnych, oraz rozwoju kosztów szkód, (iv) poziomów i trendów śmiertelności i zachorowalności, (v) poziomów trwałości, (vi) w szczególności w działalności bankowej, zakresu niewypłacalności kredytowej, (vii) poziomów stóp procentowych, (viii) kursów walut, w tym kursu EUR/USD, (ix) zmian przepisów i regulacji, w tym przepisów podatkowych, (x) wpływu przejęć, w tym związanych z nimi kwestii integracyjnych, oraz działań reorganizacyjnych, oraz (xi) ogólne czynniki konkurencyjne, w każdym przypadku w skali lokalnej, regionalnej, krajowej i/lub globalnej. Wiele z tych czynników może być bardziej prawdopodobnych lub wyraźniejszych w wyniku działań terrorystycznych i ich konsekwencji.

BRAK OBOWIĄZKU AKTUALIZACJI

Spółka nie zobowiązuje się do aktualizacji jakichkolwiek informacji lub stwierdzeń dotyczących przyszłości zawartych w niniejszym dokumencie, z wyjątkiem informacji, których ujawnienie jest wymagane przez prawo.

Allianz Trade jest znakiem towarowym używanym do oznaczania szeregu usług świadczonych przez Euler Hermes.