

Nota Informativa 05/09/2025

França: O “Canário na mina” na Zona Euro?

Desde meados de 2024 a dívida soberana francesa perdeu o seu estatuto de proximidade do Bund, tido como referência na UEM, sofrendo o prémio de risco acentuada penalização, que se intensificou recentemente. Nesta nota procuramos dar algumas pistas sobre os principais fatores que condicionarão a evolução do *spread* das OAT no futuro e ponderar até que ponto esta crise se poderá tornar sistémica. Na nossa avaliação, que se detalha em seguida, os desequilíbrios macro não nos parecem excessivos – o país sofre de perda de produtividade nos anos mais recentes, que se reflete em fraco crescimento económico, mas não padece de desequilíbrios estruturais fortes – por exemplo, a sua dívida externa líquida é comparativamente baixa, cerca de 38% do PIB; a taxa de poupança das famílias é bastante elevada, cerca de 17% do rendimento disponível. Acresce que, no contexto da UEM, se verifica que o BCE dispõe atualmente de instrumentos e espaço de manobra importante para contrariar movimentos mais intensos de turbulência financeira e que possam eventualmente alastrar.

A 15 de julho o primeiro-ministro François Bayrou apresentou o orçamento de estado para 2026, que previa medidas restritivas de 43,8 mil milhões de euros, equivalente a 1,5% do PIB, e cujo objetivo seria a redução do défice público e limitar a deterioração do rácio de dívida pública. Com efeito, as medidas inscritas no orçamento para 2026 previam a redução de défice público para 4,6% do PIB (5% em 2025), ao qual estava ainda associado um agravamento do rácio de dívida pública para 118,4% do PIB (116% em 2025). As medidas incluem cortes na despesa pública, congelamento das pensões, criação de contribuição de solidariedade e eliminação de dois feriados nacionais.

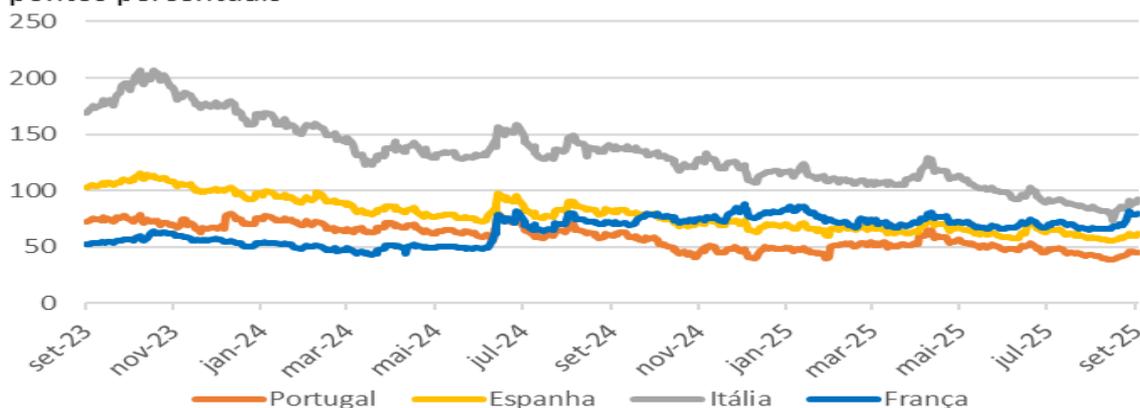
O orçamento foi considerado excessivamente austero por parte da oposição, tendo gerado o anúncio por Bayrou de uma moção de confiança que será votada no dia 8 de setembro e cujo resultado será, muito provavelmente, a queda do governo.

Os cenários após o provável chumbo da moção de confiança e conseqüente queda do governo são:

- Nomeação de um novo primeiro-ministro por parte do Presidente Macron, que provavelmente iria prosseguir com uma política fiscal de cariz mais restritivo de forma a reduzir o desequilíbrio orçamental e o agravamento dos indicadores de dívida pública;
- Realização de novas eleições, das quais poderá não resultar alterações significativas na formação do parlamento, tendo em conta as últimas sondagens disponíveis;
- Sucesso nas negociações com os partidos representados no parlamento que ocorrerão até dia 8 evitando a queda do governo (hipótese improvável).

Prémios de risco dívida soberana

pontos percentuais



Fonte: BPI Research com base em dados da LSEG

Neste contexto, o prémio de risco da dívida pública francesa agravou cerca de 11 pontos percentuais desde 25 de agosto (anúncio da moção de confiança), situando-se nos 80 p.p.. O contágio às economias portuguesa e espanhola tem-se revelado muito limitado: 4 p.p. em ambos os países, mas no caso de Itália o agravamento do *spread* aproximou-se de 9 p.p., o que se explica com a esperada manutenção das atuais tendências para o rácio de dívida pública, que segundo a Comissão Europeia deverá continuar a diminuir em Portugal e Espanha, mas a deteriorar-se em Itália e França.

Défi e p ublico

% do PIB	2024	2025	2026
Portugal	0,7	0,1	-0,6
Espanha	-3,2	-2,8	-2,5
It�alia	-3,4	-3,3	-2,9
França	-5,8	-5,6	-5,7

D vida pública

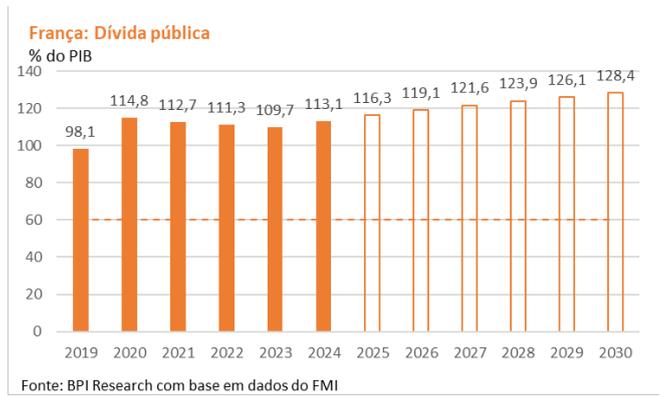
% do PIB	2024	2025	2026
Portugal	94,9	91,7	89,5
Espanha	101,8	100,9	100,8
It�alia	135,3	136,7	138,2
França	113,0	116,0	118,4

Fonte: BPI Research com base nas previsões de maio da Comissão Europeia.

Insuficiente correção do d fi e orçamental desde a pandemia implica agravamento dos níveis de dívida pública e abertura do procedimento de d fi es excessivos com o intuito de facilitar o retorno da dívida a uma trajetória sustentável

Em 2020, o d fi e orçamental francês aproximou-se dos 9% do PIB e as correções observadas desde a  têm-se revelado insuficientes para o reduzir para um nível inferior a 3% do PIB como está inscrito no Pacto de Estabilidade e Crescimento. Paralelamente, o nível de dívida pública aumentou exponencialmente, situando-se atualmente em torno dos 116% do PIB. Consequentemente, desde julho de 2024 que França está numa situação de d fi es excessivos com recomendação do Conselho da EU de redução da taxa de crescimento nominal das despesas líquidas igual ou inferior a 0,8%, 1,2% e 2026, 2027 e 2028 e 1,1% em 2029.

Para 2025, a Comissão Europeia espera que a aprovação da lei orçamental em fevereiro de 2025 – medidas destinadas a travar a dinâmica da despesa pública (diminuição do consumo público e das transferências sociais) e a angariação de receitas adicionais - permitirá diminuir a despesa em aproximadamente 0,3% do PIB e aumentar as receitas em cerca de 0,5% do PIB. No entanto, o fraco crescimento econ mico limitar  o crescimento da receita fiscal, que crescer  menos do que a economia; por outro lado o aumento do desemprego pesar  na despesa pública e os juros da dívida pública a pagar deverão aumentar 0,3 p.p., para 2,5% do PIB. Assim, a CE prevê que o d fi e orçamental se situe em 5,6% do PIB, menos 2 décimas do que em 2024 (mais 6 décimas do que o d fi e estimado pelo governo aquando da apresentação do OE 2026).



A deterioração das finanças p bricas ocorre num cenário de reduzido crescimento econ mico

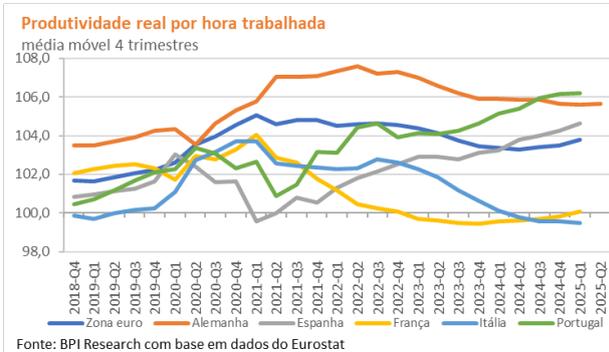
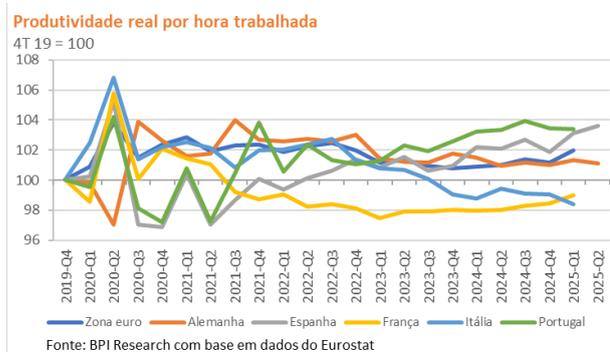
A Comissão Europeia estima que em 2025 o crescimento francês desacelere para 0,6% (1,2% em 2024), refletindo o ambiente de maior incerteza associado   implementação de uma política orçamental de cariz mais restritivo e aos fatores de incerteza relacionados tanto com a situação política do país como com a situação econ mica global. A componente externa¹ deverá reduzir em 0,1 pontos percentuais o crescimento do PIB, a contração esperada

¹ Na publicação France In-Depth 2024, a CE refere que o valor acrescentado francês é gerado em grande parte para satisfazer a procura interna dos EUA, Alemanha e China, enquanto a procura interna francesa depende principalmente do valor acrescentado alemão, chinês e norte-americano. O facto de a exposição de França a países extraeuropeus ser elevada constitui um importante risco negativo para a

Research

para o investimento refletirá o ambiente de incerteza e o consumo privado, embora beneficiando do crescimento dos salários reais, tenderá a registar um comportamento moderado refletindo o aumento da taxa de desemprego para níveis próximos dos 8%, com o emprego a cair 0,2%.

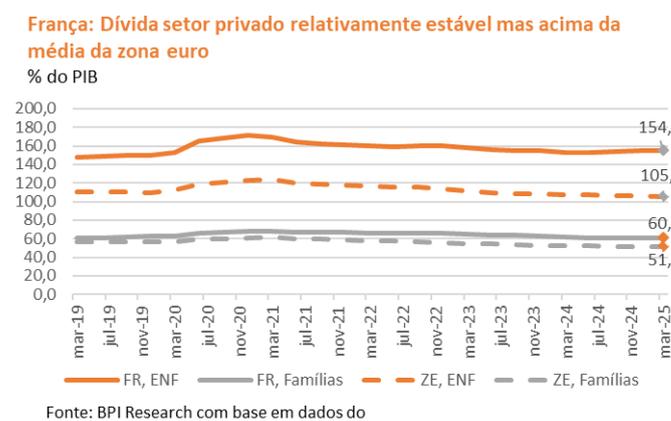
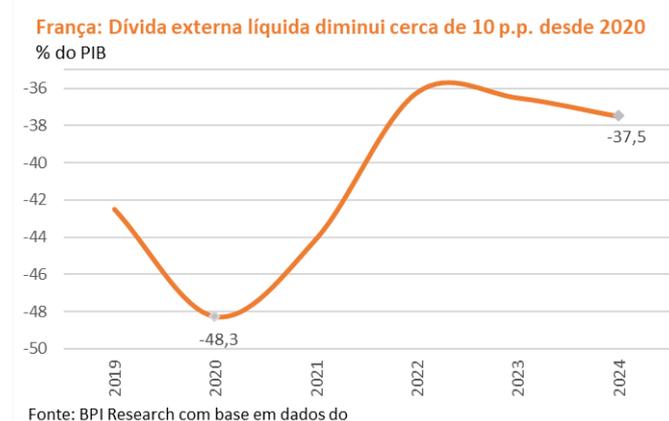
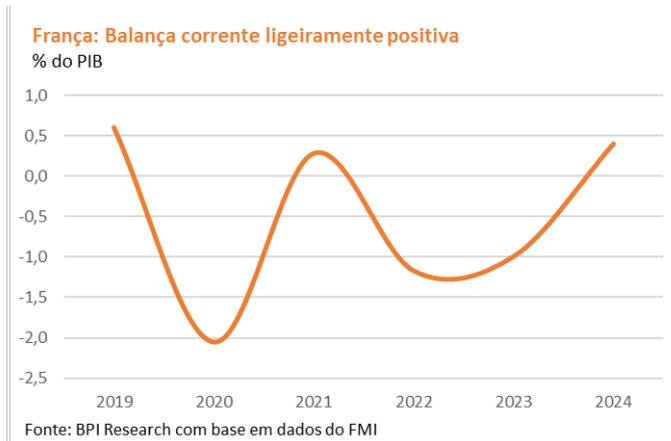
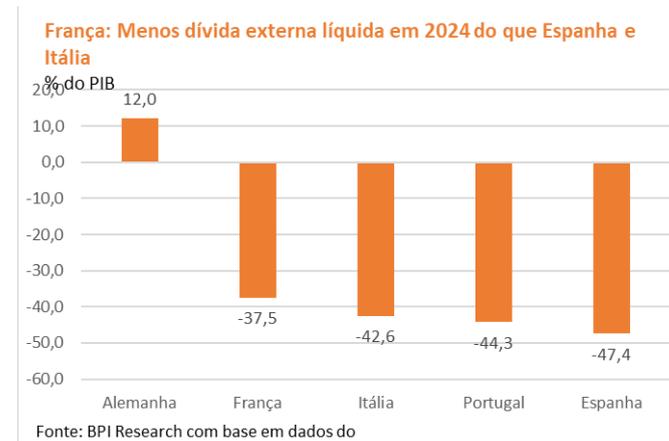
E de reduzida produtividade



Graficamente é visível que a perda de produtividade na economia francesa ocorre essencialmente no pós-Covid, refletindo os impactos de vários os fatores. Segundo uma publicação do Banco de França² este movimento é explicado por fatores temporários e permanentes.

- Permanentes: regularização do trabalho não declarado, nomeadamente de indivíduos com baixas qualificações, as consequentes alterações na composição setorial do trabalho para setores menos produtivos e as políticas de incentivo à contratação de estagiários;
- Temporários, cujo impacto negativo na produtividade diluir-se-ão: a acumulação de mão de obra em determinados setores, programas de manutenção de empregos e as baixas médicas.

Outros indicadores



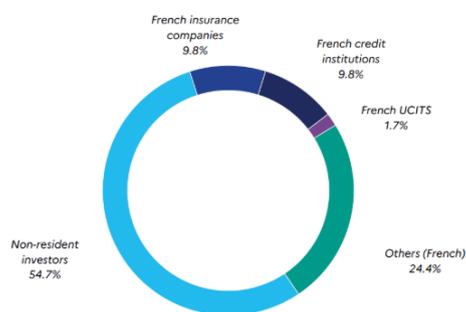
economia francesa no atual ambiente de elevadas tensões comerciais e geopolíticas.

² Boletim nº 251 de junho de 2024, Explaining productivity losses observed in France since the pre-Covid period.

Os detentores da dívida pública francesa

Negotiable government debt by group of holders in first quarter of 2025

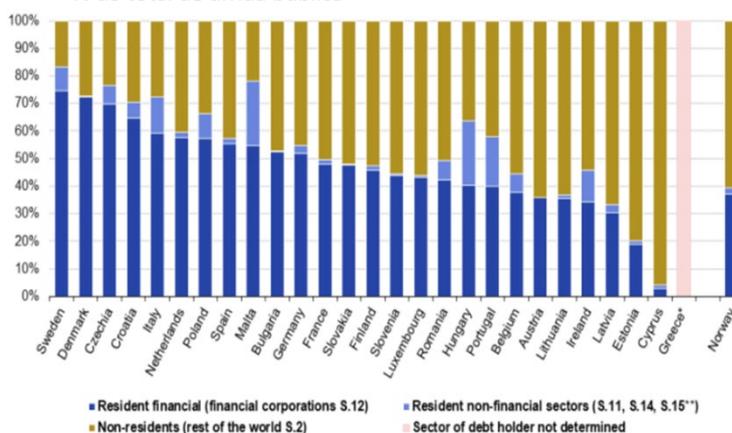
Structure in % expressed in market value



Source: Banque de France
[Agence France Trésor - Monthly bulletin]

Dívida pública em 2023

% do total de dívida pública



Fonte: Eurostat.

No 1T 2025 cerca de 55% da dívida pública francesa era detida por não residentes, (acima dos níveis de Itália, Portugal e Espanha, tendo por base dados de 2023), constituindo um fator potencialmente gerador de maior volatilidade nos preços em períodos de maior incerteza. Por sua vez, a exposição da banca francesa situava-se em cerca de 10%, um nível potencialmente causador de algum impacto negativo nos resultados dos bancos franceses, caso haja um agravamento mais significativo das yields, mas que poderá ser acomodado, evitando formação de um ambiente de instabilidade financeira.

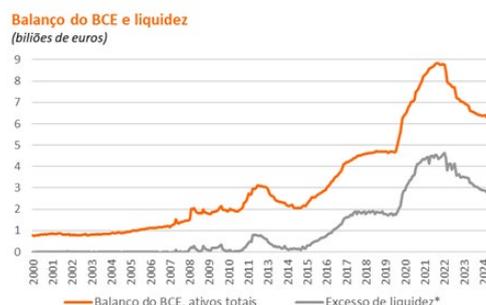
A classificação das principais agências de rating

As avaliações da dívida soberana da França pelas principais agências de *rating* refletem as preocupações com o aumento da dívida pública e o défice orçamental do país. Esta é uma situação a acompanhar dada a proximidade de revisões de notação pela S&P e Fitch.

- Standard & Poor's (S&P): AA- com perspetiva negativa. A S&P baixou o rating de AA para AA- em maio de 2024, com referência à "deterioração da posição orçamental" do país. Próxima revisão 28 novembro 2025.
- Moody's: Aa3 com perspetiva estável. A agência manteve a sua avaliação mais recente em 2024, realçando o risco de o governo francês não conseguir implementar medidas suficientes para evitar défices maiores do que o previsto. Próxima revisão 26 setembro 2025.
- Fitch Ratings: AA- com perspetiva negativa. Em outubro de 2024, a Fitch manteve a nota, mas colocou-a em perspetiva negativa. Próxima revisão 21 setembro 2025.

Qual será a posição do BCE?

O BCE terminou as compras de dívida em julho 2022 e em julho 2023 também deixou de reinvestir a dívida que atingia a maturidade. Tal refletiu-se na redução do seu balanço, que atualmente se situa em torno dos 6 biliões de euros, menos 3 biliões do que o valor máximo atingido. Este facto faz antever, que em caso de formação de um ambiente mais disruptivo associado a um movimento de subida dos prémios de risco em França e eventual contágio a outras economias, nomeadamente Itália, o BCE teria espaço para intervir. A intervenção mais provável do BCE poderia ser a compra de dívida francesa através da ativação do programa TPI (*Transmission Protection Instrument*), limitando subidas desordenadas dos prémios de risco. É certo que



Nota: *Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos utilização da facilidade marginal de crédito.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Research

este programa exige a não verificação de défices excessivos. Contudo, o BCE poderia ativá-lo caso considere que as turbulências associadas a um excessivo aumento dos prémios exigidos representem um risco para a estabilidade financeira da zona euro.

Perspetivas para as *yields* francesas

No atual cenário económico e financeiro francês, e dado o contexto político do país, parece-nos razoável admitir que os investidores continuarão a exigir um prémio mais elevado pela compra de dívida francesa. Neste sentido, antecipamos que a médio prazo as *yields* francesas continuem pressionadas em alta, refletindo a provável queda do governo e a incerteza quanto ao que se seguirá (nomeação de novo PM, eleições...). Este movimento será mais acentuado no curto prazo, refletindo a crise política e as dificuldades na implementação de medidas fiscais e económicas que permitam a correção dos níveis de dívida pública.

No entanto, no médio prazo, atribuímos alguma probabilidade que se observe um movimento de correção (possivelmente apenas parcial) das *yields* francesas, dado o espaço para atuação do BCE que referimos no ponto anterior. Efetivamente, o BCE poderá ativar o programa TPI como forma de contrariar movimentos desordenados e injustificados nos prémios de risco. Lembra-se que o anúncio deste programa pelo BCE ocorreu em julho de 2022, quando o prémio de risco de Itália superou os 200 pontos base, sugerindo que o BCE não intervirá antes que o prémio de França se aproxime daqueles níveis.

Anexos

França: Cenário da Comissão Europeia, primavera 2025

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PIB	6,9	2,6	0,9	1,2	0,6	1,3
Consumo privado	5,3	3,2	0,8	1,0	1,0	1,4
Consumo público	6,6	2,6	0,7	2,1	1,0	1,1
FBCF	9,7	0,0	0,4	-1,3	-1,0	1,4
Exportações	9,7	0,0	0,4	-1,3	-1,0	1,4
Importações	8,3	8,8	0,3	-1,2	1,3	2,1
Contributos:						
Procura interna	6,7	2,3	0,7	0,8	0,6	1,3
Stocks	-0,5	0,5	-0,4	-0,5	0,1	0,0
Procura externa	0,7	-0,3	0,6	0,9	-0,1	0,0
Emprego	2,6	2,4	1,1	0,6	-0,2	0,5
Taxa de desemprego	7,9	7,3	7,3	7,4	7,9	7,8
Taxa de poupança das famílias	18,7	16,5	16,5	17,0	17,0	17,0
IPCH	2,1	5,9	5,7	2,3	0,9	1,2
Balança corrente	0,0	-1,9	-2,0	-0,9	-0,6	-0,6
Saldo orçamental	-6,6	-4,7	-5,4	-5,8	-5,6	-5,7
Rácio de dívida pública	112,8	111,4	109,8	113,0	116,0	118,4

Fonte: BPI Reserach com base em dados da CE

FRANÇA		ago.-25	jul.-25	jun.-25	mai.-25	abr.-25	mar.-25	Últimos cinco anos						
								Max	Data max.	Mediana	Min	Data min.		
Confiança														
Confiança empresarial	índice	95,8	95,9	96	95,5	97,1	96,6	115,2	15/06/2021	99,85	78,1	15/11/2020		
ISE	índice	92	91,9	89,7	93	96,6	96,3	117,4	15/07/2021	97,4	89	15/11/2020		
IDC Markit	índice	49,8	48,6	49,2	49,3	47,8	48	53,1	15/08/2024	48,6	44,1	15/09/2023		
Conf. Consumidor	índice	87,0	88,31	88,23	88,14	91,2	91,18	105,1	15/06/2021	89,83	80,2	15/07/2022		
Despesa das famílias														
Despesa das famílias	(%) m/m	---	---	0,5	0,1	0,8	-1,1	#						
	(%) 3m/3m	---	---	0,2	-0,8	-0,8	-0,6	0						
Novas matrículas	(%) m/m	---	-31,3	36,8	-10,7	-9,8	8,7	62,4	15/09/2020	1,04	-42,1	15/08/2020		
	(%) 3m/3m	---	-5,6	5,37	-5,33	0,57	-9,38	186,9	15/08/2020	0,75	-29,8	15/09/2021		
Sector industrial														
Inquérito encomendas	balanço respostas	-21,0	-20,2	-22,3	-22,5	-17,5	-24,5	1,6	15/02/2022	-17,1	-33,9	15/09/2020		
IPI manufacturas	(%) m/m	---	---	3,78	-0,7	-1,4	0,28	4,8	15/07/2020	0,0	-4,3	15/02/2021		
	(%) 3m/3m	---	---	-0,08	-0,34	0,37	0,08	21,7	15/08/2020	0,0	-1,4	15/04/2021		
Mercado trabalho														
Taxa desemprego	(%) pop activa	---	---	7	7	7,1	7,4	9,0	15/08/2020	7,4	7	15/02/2023		
Sector externo														
Saldo comercial	m.m. €	---	---	-7,6	-7,6	-7,6	-6,3	-3,7	15/11/2020	-7,5	-16,5	15/09/2022		
	(%) m/m	---	---	-0,1	0,4	21,3	-16,9	#						
	(%) 3m/3m	---	---	13,7	21,9	31,2	15,7	102	15/07/2020	5,66	-34,5	15/12/2020		
Exportações	(%) m/m	---	---	3,41	-0,5	-6,18	5,25							
	(%) 3m/3m	---	---	-2,29	-0,79	-0,69	0,61	26,6	15/09/2020	1,95	-5,17	15/07/2020		
Impotações	(%) m/m	---	---	2,93	-0,37	-3,25	2,34							
	(%) 3m/3m	---	---	-0,43	1,57	2,39	2,16	23,1	15/08/2020	2,05	-7,68	15/04/2023		
Preços														
IPCH global	(%) homóloga	---	0,94	0,86	0,59	0,92	0,88	7,3	15/02/2023	2,71	0,0	15/12/2020		
IPCH subjacente	(%) homóloga	---	1,73	1,6	1,4	1,88	1,85	4,7	15/04/2023	2,24	0,2	15/12/2020		
P. produção	(%) homóloga	---	---	0,17	0	-0,82	-0,24	29,5	15/08/2022	0,49	-8,2	15/03/2024		

BPI Research, 2025

Teresa Gil Pinheiro

 e-mail: teresa.gil.pinheiro@bancobpi.pt
AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA INFORMATIVA” DO BPI

Publicação do Banco BPI preparada pela sua Área de Estudos Económicos e Financeiros que contém informações e opiniões provenientes de fontes consideradas confiáveis. O Banco BPI não garante a precisão do mesmo e não é responsável por erros ou omissões neles contidos. Este documento tem um objetivo puramente informativo, razão pela qual o Banco BPI não é responsável, em qualquer caso, pelo uso que dele se faz. Opiniões e estimativas são propriedade da área e podem estar sujeitas a alterações sem aviso prévio.