

El contagio francés*

Fragilidad política y deterioro fiscal, nuevo riesgo central para la zona del euro

- La parálisis política y el deterioro fiscal en París han provocado que uno de los miembros fundadores de la Unión Europea (UE) pase de ser un pilar de estabilidad a epicentro de incertidumbre; el temor al contagio, antes limitado a las economías periféricas, resurge ahora en el corazón de la zona del euro.
- El aumento del diferencial entre el bono francés (OAT) y el alemán (*bund*), junto con las recientes rebajas de calificación crediticia, evidencian cómo la inestabilidad en Francia podría minar la confianza de los mercados, poner a prueba los mecanismos de defensa del Banco Central Europeo (BCE) y alterar el equilibrio de poder en la UE.

La fractura fiscal y política de Francia

Francia, antaño considerada un ancla de la zona del euro, se enfrenta a una crisis política superpuesta a una crisis fiscal. La fragmentación parlamentaria ha impedido la formación de una coalición estable, con cinco gobiernos en apenas 21 meses¹. En julio de 2024, el Consejo Europeo activó el Procedimiento por Déficit Excesivo (PDE) contra el país, obligándole a presentar un plan de ajuste para reducir sus desequilibrios². Tras varios presupuestos expansivos y una larga fase de inestabilidad política, al cierre de 2024 el déficit público alcanzó el 5,8 % del PIB y la deuda subió al 113 % del PIB³. El Gobierno ha presentado un presupuesto que prevé rebajar el déficit del 5,4 % en 2025 al 4,7 % en 2026, pero ha sido rechazado por el Parlamento, quedando de manifiesto la dificultad de conciliar disciplina fiscal y estabilidad política⁴.

Esta inestabilidad es, por otro lado, reflejo de cambios estructurales más profundos, incluido el desgaste de los sistemas de partidos tradicionales, el auge de los movimientos antisistema y la creciente polarización del electorado.

La fragmentación parlamentaria y la posibilidad de giros radicales en la política económica francesa han incrementado la inquietud de los inversores

La fragmentación parlamentaria y la posibilidad de giros radicales en la política económica francesa han incrementado la inquietud de los inversores, con la consiguiente volatilidad de los mercados. El diferencial entre el bono francés a diez años y su referencia alemana se situaba a comienzos de noviembre en 78 puntos básicos, con un rendimiento del 3,44 % de los OAT^{5,6}. Tras las rebajas de calificación por parte de Fitch y DBRS, S&P Global volvió a degradar la nota de Francia el 20 de octubre por el obstáculo que supone la inestabilidad política en la adecuada gestión de las finanzas públicas⁷.

Riesgos de contagio y vías de transmisión

La fragilidad política y el deterioro fiscal se retroalimentan, amplificando los riesgos de contagio en toda la zona del euro. Y, a diferencia de la crisis de deuda soberana de 2011-2012, centrada en las economías periféricas, esta vez la tensión emana de un miembro del núcleo de la UE.

A diferencia de la crisis de deuda soberana de 2011-2012, centrada en las economías periféricas, esta vez la tensión emana de un Estado del núcleo de la UE

El riesgo de que la tensión fiscal francesa se propague al resto de la región opera a través de tres canales principales.

El nexo entre deuda soberana y bancos. Constituye uno de los principales canales de contagio. Las pérdidas *mark-to-market* en los bonos franceses pueden debilitar los balances de las entidades financieras, generar pánico en los mercados y encarecer la financiación de otros países. La caída en el valor del bono francés reduce el valor de los activos líquidos de alta calidad, al tiempo que un bono soberano debilitado pierde capacidad para respaldar a su sistema bancario, restringiendo la liquidez y ampliando las tensiones financieras. La experiencia de la crisis del euro de 2011-2012 mostró cómo el rescate de los bancos disparó la deuda pública y el riesgo crediticio soberano⁸. Aunque los bancos franceses tienen carteras diversificadas, el tamaño del mercado de deuda francesa convierte este canal en un riesgo sistémico para la estabilidad financiera de la zona del euro.

Contagio en el mercado de bonos. Un aumento rápido del diferencial OAT-Bund puede provocar una reevaluación del riesgo soberano en la zona del euro, encareciendo la financiación, especialmente para los países con elevada deuda, como España e Italia. Durante la crisis de 2011-2012, la prima de riesgo alcanzó los 195–200 puntos básicos, con fuertes tensiones en los mercados, mientras que en 2020 las compras de activos del BCE lograron contener los diferenciales y evitar una nueva fragmentación financiera⁹.

Shock de confianza. La tensión en un miembro fundador como Francia representa un *shock* político y psicológico para la UE, al reabrir dudas sobre la solidez del euro y el margen de actuación del BCE. Esta incertidumbre puede inquietar a los inversores, generar salidas de capital y elevar los costes de financiación. El BCE mantiene la vigilancia sobre los diferenciales y ha reafirmado su disposición a intervenir si surgen dinámicas de mercado “desordenadas”¹⁰.

Implicaciones y recomendaciones para España y la zona del euro

Los desafíos de Francia son un recordatorio para España y el resto de la zona del euro sobre la necesidad de preservar la credibilidad fiscal, mantener una comunicación institucional coherente y reforzar la coordinación entre las autoridades económicas. La experiencia española durante las crisis de 2010 y 2012-2013, y los ajustes y reformas implementados entonces, ofrecen lecciones valiosas sobre cómo restaurar la confianza de los mercados.

Hasta ahora, el contagio a otros países ha sido limitado: el diferencial de la deuda española sigue contenido e incluso, en ciertos momentos, se ha reducido frente al bono francés

El riesgo soberano de España ha mejorado en los últimos años: la ratio de deuda ha bajado desde un máximo del 115 % del PIB a alrededor del 102 %, y las calificaciones crediticias han ido al alza¹¹. Hasta ahora, el contagio derivado de las tensiones en el mercado francés a otros países ha sido limitado: el diferencial de la deuda española sigue contenido e incluso, en ciertos momentos, se ha reducido frente al bono francés. Esta evolución sugiere que los mercados distinguen a España de otros emisores con elevados niveles de deuda en la zona del euro.

Entre las posibles medidas para reducir el riesgo de contagio destacan reforzar la disciplina fiscal, evaluar la exposición al riesgo financiero francés mediante pruebas de resistencia, vigilar posibles concentraciones en deuda soberana y fortalecer la coordinación macroprudencial y europea ante escenarios de volatilidad.

Posibles escenarios de futuro

Los mercados descuentan un escenario de erosión gradual, aunque eventuales sorpresas en materia de cohesión política o en la comunicación del BCE podrían alterar esas expectativas

De cara a 2026, se plantean tres escenarios posibles, que difieren en su velocidad e intensidad. Los mercados descuentan un contexto de erosión gradual, aunque eventuales sorpresas en materia de cohesión política o en la comunicación del BCE podrían alterar las expectativas. En un escenario de estabilización con una prima más alta, un ajuste fiscal parcial pero creíble dentro del PDE permitiría reconducir el déficit y alinear el presupuesto de 2026 con los límites de gasto de la UE. El diferencial OAT-Bund se mantendría entre 60 y 100 puntos básicos, con menor volatilidad y progresiva recuperación de la confianza.

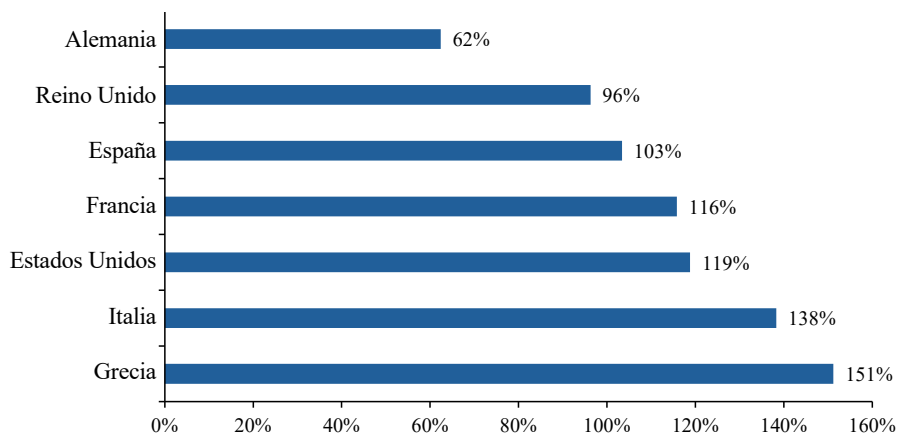
Si el bloqueo político persiste, la confianza se deterioraría gradualmente y el diferencial superaría los 100 puntos básicos por la falta de avance fiscal y el aumento del riesgo crediticio. En el peor escenario, una pérdida brusca de confianza —provocada por un *shock* político o una crisis presupuestaria— podría disparar el diferencial hasta los 150–200 puntos básicos, generar salidas de capital y tensiones de liquidez en el mercado de deuda. En ese contexto, el BCE se vería presionado a intervenir para preservar la estabilidad de la zona del euro.

La arquitectura de defensa de la zona del euro

La arquitectura de defensa de la zona del euro ante estos escenarios se sustenta en dos pilares complementarios: la acción del BCE y el marco fiscal de la UE. El Instrumento para la Protección de la Transmisión (TPI, por sus siglas en inglés) permite intervenir ante episodios de fragmentación financiera injustificada, siempre que el país afectado mantenga políticas sostenibles y cumpla con las reglas fiscales. El esquema *Outright Monetary Transactions* (OMT) actúa como respaldo de último recurso, vinculado a un programa del MEDE y condicionado a estrictas medidas de ajuste. Sin embargo, cualquier actuación de gran escala podría encontrarse con objeciones de Alemania, que ha cuestionado históricamente la política monetaria no convencional. Mientras el BCE no detecte un comportamiento de mercado “desordenado”, su credibilidad depende del compromiso fiscal de Francia y de su capacidad para restaurar la confianza de los inversores¹².

Por su parte, el Procedimiento por Déficit Excesivo (PDE) es el principal pilar de la disciplina fiscal europea, al establecer una senda de gasto plurianual para reducir el déficit por debajo del 3 % del PIB¹³ y fijar límites que refuercen la credibilidad de las reformas que acometa cada país. No obstante, el caso francés plantea un dilema político y económico para la UE: sancionar a un miembro central podría agravar la fragmentación y las tensiones internas, mientras que no actuar generaría un riesgo moral y debilitaría la autoridad del propio PDE como marco de gobernanza fiscal.

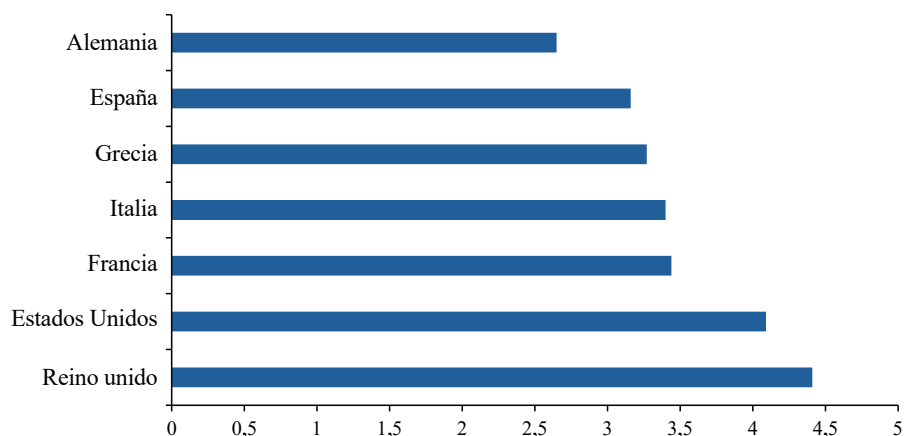
GRÁFICO 1.0 – DEUDA PÚBLICA TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



Nota: Datos hasta el 30 de junio de 2025.

Fuentes: Banco Central Europeo, Reserva Federal de St. Louis, Oficina de Estadísticas Nacionales de Reino Unido.

GRÁFICO 2.0 – RENTABILIDADES DE LA DEUDA PÚBLICA A 10 AÑOS



Nota: Datos a 3 de noviembre de 2025.

Fuente: Bloomberg.

Notas

* Este artículo es una versión abreviada del original en inglés. Para consultar la versión completa, véase *French Contagion*, disponible en este enlace: <https://www.funcas.es/wp-content/uploads/2025/11/French-Contagion.pdf>

¹ <https://www.nytimes.com/2025/10/07/world/europe/france-government-turmoil-sebastienlecornu.html>

² <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/01/21/stability-and-growth-pact-council-adopts-recommendations-to-countries-under-excessive-deficit-procedure>

³ <https://www.insee.fr/en/statistiques/8542247>

⁴ <https://www.reuters.com/business/france-gets-only-brief-reprieve-budget-pressure-2025-10-20/>

⁵ [https://www.wsj.com/market-data/quotes/bond/BX/TMBMKFR-10Y#:~:text=France %20 10 %20Year %20Government %20Bond %20TMBMKFR %2D10Y %20\(Tullett,CEDT %20 10/22/25. %20* %20Yield. %203.352 %25 %20* %200.006](https://www.wsj.com/market-data/quotes/bond/BX/TMBMKFR-10Y#:~:text=France%2010%20Year%20Government%20Bond%20TMBMKFR%2D10Y%20(Tullett,CEDT%2010/22/25.%20*%20Yield.%203.352%25%20*%200.006)

⁶ [https://www.globalcapital.com/article/2fheaz5x20rr7pfulgt1c/ssa/sovereigns/momentum-back-in-euro-ssa-market-despite-france-downgrade#:~:text=The %2010 %20year %20OAT %2DBund %20spread %20was %20back,came %20to %20risk %20for %20the %20euro %20 market](https://www.globalcapital.com/article/2fheaz5x20rr7pfulgt1c/ssa/sovereigns/momentum-back-in-euro-ssa-market-despite-france-downgrade#:~:text=The%2010%20year%20OAT%2DBund%20spread%20was%20back,came%20to%20risk%20for%20the%20euro%20market)

⁷ <https://www.reuters.com/business/france-gets-only-brief-reprieve-budget-pressure-2025-10-20/>

⁸ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2177.en.pdf>

⁹ <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implementation/pepp/html/index.en.html>

¹⁰ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op372.en.pdf>

¹¹ <https://www.bde.es/webbe/en/estadisticas/temas/administraciones-publicas.html>

¹² <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.pr220721~973e6e7273.en.html>

¹³ <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2025/01/21/stability-and-growth-pact-council-adopts-recommendations-to-countries-under-excessive-deficit-procedure/>