

Funcas Intelligence

La politización de los mercados y las instituciones: cómo los gobiernos
están redefiniendo las reglas económicas

Los bancos centrales, en la recta final de 2025

El contagio francés

Activos rusos congelados

El nacionalismo corporativo de Trump

Fiabilidad de los datos y credibilidad de la política monetaria

Noviembre 2025

Funcas Intelligence

La politización de los mercados y las instituciones: cómo los gobiernos
están redefiniendo las reglas económicas

Los bancos centrales, en la recta final de 2025

El contagio francés

Activos rusos congelados

El nacionalismo corporativo de Trump

Fiabilidad de los datos y credibilidad de la política monetaria

Noviembre 2025

Funcas Intelligence (FI) es una publicación dirigida a una amplia base de lectores internacionales y españoles. El objetivo de *Funcas Intelligence* es identificar y analizar los factores disruptivos y los eventos relevantes de la economía global y del sector financiero que puedan tener un impacto potencial en España.

FI es producido por el equipo de Funcas bajo la dirección y supervisión de los editores ejecutivos, la Sra. Alice Faibishenko y el Sr. Juan Núñez-Gallego. Nos gustaría agradecer especialmente a Santiago Carbó Valverde las opiniones expresadas en el artículo titulado *Los bancos centrales, en la recta final de 2025*.

Las opiniones, juicios y previsiones contenidas en *FI* no representan necesariamente las del Patronato de Funcas, ni las de la Confederación Española de Cajas de Ahorros (CECA).

Sumario

Los bancos centrales, en la recta final de 2025 pg. 5

La Reserva Federal volvió a recortar los tipos de interés, mostrando cierta flexibilidad ante las primeras señales de enfriamiento del crecimiento, mientras que el Banco Central Europeo optó por mantenerlos sin cambios, apelando a la calma a medida que la inflación se acerca a su objetivo y la recuperación económica ha tomado cierto cuerpo. Los mercados financieros parecen inclinarse por un escenario de aterrizaje suave, pese a las continuas tensiones geopolíticas y financieras.

El contagio francés pg. 8

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.

Activos rusos congelados pg. 13

La propuesta de la Comisión Europea para utilizar los activos rusos congelados como garantía de un “préstamo de reparación” por valor de 140.000 millones de euros a favor de Ucrania se ha topado con un importante bloqueo legal y político: Bélgica —país donde se custodian gran parte de estos fondos— ha frenado la iniciativa por temor a que Rusia responda en los tribunales o con represalias económicas. El gran desafío para la Unión Europea (UE) consiste en movilizar recursos en apoyo de Ucrania sin poner en riesgo la legalidad del proceso ni comprometer la credibilidad del euro como divisa de reserva, al mismo tiempo que debe proteger a los Estados miembros, en especial a Bélgica.

El nacionalismo corporativo de Trump pg. 18

El "nacionalismo corporativo" de Donald Trump marca una nueva fase del capitalismo de Estado estadounidense, caracterizada por la fusión entre propiedad, control y regulación pública para extraer rentas de sectores considerados estratégicos. La respuesta de Europa pasa por reforzar su integración económica, tal como recomienda el informe Draghi (2024) sobre la competitividad europea, avanzando hacia un verdadero mercado único.

Fiabilidad de los datos y credibilidad de la política monetaria

pg. 21

Las importantes revisiones a la baja de los datos de empleo han complicado la labor de la Fed para evaluar el estado real de la economía, mientras que la creciente preocupación sobre la fiabilidad de las estadísticas oficiales de EE. UU. suma incertidumbre a un escenario con señales ambiguas sobre la actividad y la inflación. 2026 apunta a ser el sexto año consecutivo en el que la inflación supera el objetivo de la Fed del 2 %, lo que plantea un riesgo para su credibilidad ya que puede conducir a los inversores a cuestionar su independencia y eficacia.

Los bancos centrales, en la recta final de 2025*

Los mercados apuestan por un aterrizaje suave

- La Reserva Federal volvió a recortar los tipos de interés, mostrando cierta flexibilidad ante las primeras señales de enfriamiento del crecimiento, mientras que el Banco Central Europeo optó por mantenerlos sin cambios, apelando a la calma a medida que la inflación se acerca a su objetivo y la recuperación económica ha tomado cierto cuerpo.
- Los mercados financieros parecen inclinarse por un escenario de aterrizaje suave, pese a las continuas tensiones geopolíticas y financieras.

Estados Unidos: segundo recorte y paciencia estratégica

El 29 de octubre, la Reserva Federal redujo el rango objetivo de los fondos federales en 25 puntos básicos, hasta el 4,00 %-4,25 %, en su segundo recorte de tipos desde septiembre. La decisión refleja la confianza en que la inflación siga camino del objetivo del 2 %, pero también reconoce indicios de menor dinamismo en el mercado laboral y de un debilitamiento de la inversión empresarial.

Jerome Powell subrayó que la política monetaria seguirá “dependiente de los datos”, dejando la puerta abierta a nuevos recortes, aunque sin comprometerse excesivamente. La inflación general ha bajado al 3 %, pero la subyacente continúa elevada, sobre todo en los servicios y en vivienda. El reto de la Fed es mantener el delicado equilibrio entre apoyar el crecimiento y evitar que una relajación prematura de la política monetaria genere tensiones inflacionistas.

El cierre del gobierno estadounidense ha retrasado la publicación de estadísticas clave, lo que aumenta la incertidumbre sobre la evolución del cuarto trimestre. En cualquier caso, la economía de Estados Unidos mantiene un ritmo de crecimiento moderado, apoyado en un consumo de los hogares resistente y un sector servicios todavía sólido, aunque las perspectivas para el sector manufacturero se han debilitado. Los mercados de bonos han recibido bien la medida de la Fed: la rentabilidad del bono del Tesoro a dos años cayó hasta el 3,6 %, lo que indica la confianza del mercado en un proceso de normalización gradual.

El reto de la Fed es mantener el delicado equilibrio entre apoyar el crecimiento y evitar que una relajación prematura de la política monetaria genere nuevas tensiones inflacionistas.

Los mercados de deuda pública han recibido bien la medida de la Fed, con la caída de la rentabilidad del bono del Tesoro a dos años, lo que indica la confianza del mercado en un proceso de normalización gradual.

Zona del euro: "buen punto" para hacer una pausa

Por su parte, el Banco Central Europeo mantuvo sin cambios sus tipos de interés oficiales, dejando la facilidad de depósito en el 2 %, nivel que considera

"un buen punto". El mensaje del BCE se inclinó por la calma, reflejo de la tranquilidad con la actual tendencia de desinflación y los primeros signos de estabilización del crecimiento.

La inflación de la zona del euro se situó en octubre en el 2,1 % de la tasa general y en el 2,4 % la subyacente, niveles que refuerzan la idea de una pausa antes de cualquier giro en la política monetaria. Los datos de actividad apuntan a un repunte impulsado por los servicios y una recuperación gradual de la industria alemana, que se reflejó en un crecimiento del PIB del 0,2 % en el tercer trimestre. Sin embargo, las condiciones del crédito siguen siendo restrictivas: según la última encuesta trimestral del BCE, los bancos europeos endurecieron el acceso al crédito corporativo, especialmente los alemanes, ante el temor a un deterioro económico y posibles aranceles.

Los mercados interpretaron la decisión del BCE como una señal de que el comienzo de un nuevo ciclo de relajación monetaria —con más bajadas de tipos— podría retrasarse hasta principios de 2026, dependiendo de la evolución salarial y de la situación fiscal de los Estados miembros. El euro cotiza en torno a 1,15–1,16 dólares, apoyado en la estabilidad relativa de la política monetaria europea y en la reducción de los diferenciales de inflación y tipos de interés frente a Estados Unidos.

Mercados: frágil equilibrio

Los inversores se mueven en un entorno en el que el optimismo por un “aterrizaje suave” convive con vulnerabilidades estructurales. Los mercados bursátiles mantienen un tono positivo, pero cada vez más selectivo: la tecnología y la energía siguen destacando, mientras que los sectores más dependientes de factores cíclicos quedan rezagados ante unas perspectivas de crecimiento más moderadas. Los diferenciales de crédito se han estrechado ligeramente, aunque comienzan a detectarse focos de tensión en los segmentos de *high yield* y préstamos apalancados (créditos para empresas con alto endeudamiento).

La divergencia monetaria entre la cautela expansiva de la Fed y la pausa del BCE subraya la asimetría de los ciclos de política económica. Esta brecha ha incrementado la volatilidad en los mercados de divisas y tipos de interés, incentivando estrategias más defensivas y mayores coberturas entre los grandes inversores institucionales. Mientras, la incertidumbre global —desde las tensiones geopolíticas hasta la reconfiguración del comercio internacional— sigue poniendo a prueba la confianza del mercado. Con el fin de los impulsos de liquidez y demanda pospandemia, los mercados financieros se enfrentan ahora a una mayor exposición a *shocks* que afecten la confianza.

Notas

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

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.

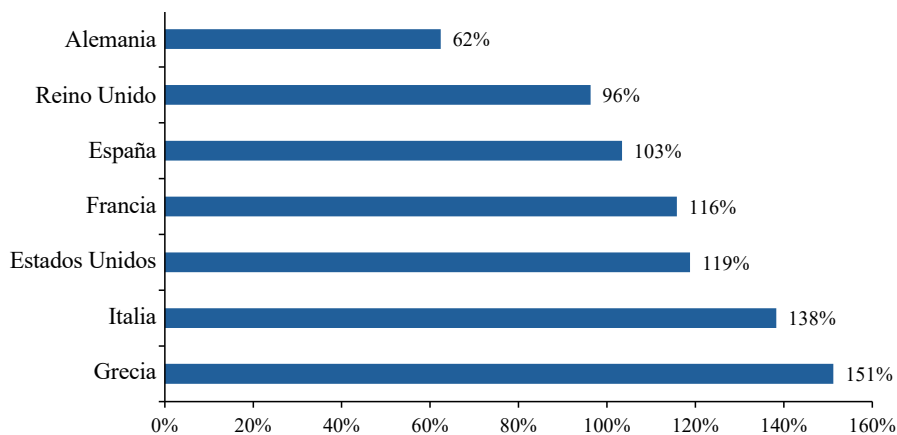
Si el bloqueo político persiste, la confianza se deterioraría gradualmente y el diferencial superaría los 100 puntos básicos por la falta de avance fiscal y el aumento del riesgo crediticio. En el peor escenario, una pérdida brusca de confianza —provocada por un *shock* político o una crisis presupuestaria— 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.

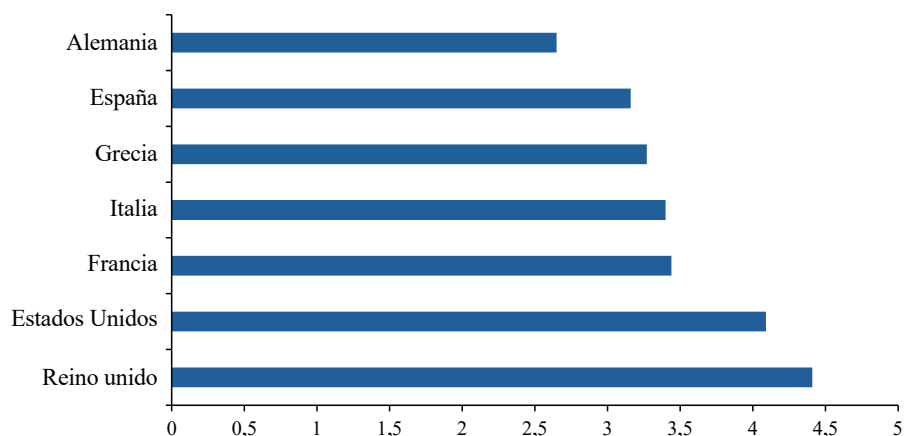
GRÁFICO 1.0 – DEUDA PÚBLICA TOTAL COMO PORCENTAJE DEL PIB



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/>

Activos rusos congelados*

Plan europeo para un “préstamo de reparación” a Ucrania

- La propuesta de la Comisión Europea para utilizar los activos rusos congelados como garantía de un “préstamo de reparación” por valor de 140.000 millones de euros a favor de Ucrania se ha topado con un importante bloqueo legal y político: Bélgica —país donde se custodian gran parte de estos fondos— ha frenado la iniciativa por temor a que Rusia responda en los tribunales o con represalias económicas.
- El gran desafío para la Unión Europea (UE) consiste en movilizar recursos en apoyo de Ucrania sin poner en riesgo la legalidad del proceso ni comprometer la credibilidad del euro como divisa de reserva, al mismo tiempo que debe proteger a los Estados miembros, en especial a Bélgica.

Introducción

La invasión rusa de Ucrania en 2022 condujo a la inmovilización de unos 300.000 millones de euros en activos del Banco Central de Rusia en todo el mundo, de los cuales unos 210.000 millones se encuentran bajo custodia europea. Con la ayuda estadounidense debilitada y el déficit presupuestario ucraniano en aumento —estimado en 60.000 millones de dólares para 2026-2027—, la Comisión Europea propuso un “préstamo de reparación” de 140.000 millones de euros, utilizando esos activos como colateral. Ucrania devolvería los fondos solo si Rusia pagara reparaciones de guerra en el futuro.

La iniciativa busca combinar solidaridad con innovación financiera, pero se ha topado con un bloqueo político y legal tras la oposición de Bélgica, país que alberga el depositario Euroclear, donde están 170.000 millones de esos fondos, lo que la convierte en el país más expuesto a posibles represalias de Moscú¹. Bélgica ha reclamado garantías jurídicas y financieras para asegurarse de que no tendría que responder con fondos propios si Rusia lograba impugnar judicialmente el plan o si se producía una decisión que obligara a devolver los fondos². Ante la falta de consenso, el Consejo Europeo de 23 de octubre optó por aplazar una decisión final al 18 de diciembre.³ El pasado 7 de noviembre se celebró una reunión técnica de seguimiento, pero no se consiguió desbloquear la situación.⁴

Como custodio de Euroclear, Bélgica administra cerca de 170.000 millones de euros en reservas rusas congeladas, lo que la convierte en el país más expuesto a posibles represalias de Moscú

Este *impasse* revela un dilema estructural en la UE: cómo equilibrar la estabilidad financiera nacional con la solidaridad colectiva hacia Ucrania. Mientras algunos Estados miembros abogan por medidas más contundentes, otros —con

mayor exposición directa— temen que un paso legalmente dudoso deteriore la credibilidad del bloque y acarree un riesgo financiero desproporcionado.

La división complica el objetivo de Bruselas de aprobar nuevas ayudas antes de final de año y la planificación presupuestaria de Kiev. Ucrania destinó más del 60 % de su gasto público a defensa en los primeros nueve meses del año y depende en gran medida del apoyo financiero occidental para mantener sus programas sociales y humanitarios^{5, 6, 7, 8}.

Escasos precedentes legales y riesgos jurídicos

El préstamo europeo se construiría sobre el esquema del G7 conocido como “Extraordinary Revenue Acceleration”, ya operativo y respaldado por los beneficios extraordinarios (*windfall profits*) generados por los activos rusos congelados. A diferencia de una confiscación directa, la propuesta europea consistiría en canalizar los flujos de efectivo provenientes de activos que van venciendo hacia instrumentos de deuda emitidos por la UE, cuyos ingresos se prestarían a Ucrania.

Tras saldar un préstamo previo de 45.000 millones, el nuevo vehículo permitiría captar hasta 140.000 millones adicionales. Sin embargo, al vincular el principal de los activos rusos a la deuda europea, el plan bordea los límites del derecho internacional al difuminar la línea entre inmovilización temporal y expropiación *de facto*^{9, 10}.

Los retos de Europa

El proyecto europeo carece de precedentes sólidos en el derecho internacional contemporáneo. Los pocos casos comparables —como el uso de activos iraquíes en 2003¹¹ o la congelación de bienes libios en 2011¹²— se realizaron bajo el amparo del Consejo de Seguridad de la ONU, lo que no ocurre en este caso. Incluso el precedente afgano de 2022, en el que se creó un fideicomiso suizo para administrar parte de las reservas congeladas¹³, no implicó su monetización ni su uso como colateral.

En cambio, el plan de la Comisión no está respaldado por resolución de la ONU ni se ajusta a las contramedidas tradicionales reconocidas por la Carta de la ONU o la Convención de Viena sobre el Derecho de los Tratados, que protegen la propiedad soberana¹⁴. Si bien el uso de beneficios extraordinarios ha superado la prueba legal y actualmente financia los préstamos del G7¹⁵, la colateralización del principal expone a la UE a litigios y a posibles demandas de compensación por parte de Rusia o de terceros afectados¹⁶.

En derecho internacional, la congelación de los activos estatales puede justificarse como contramedida ante violaciones graves, como la agresión armada. No obstante, monetizar o usar esos activos como garantía excede el marco tradicional de tales contramedidas.

Repercusiones financieras y de credibilidad internacional

El Banco Central Europeo (BCE) ha advertido que manipular activos soberanos podría dañar la confianza en el euro como moneda de reserva¹⁷. En 2024, la

El proyecto europeo carece de precedentes sólidos en el derecho internacional contemporáneo

cuota del euro en las reservas mundiales se situaba en el 19,7 %, frente al 21,2 % en 2013, reflejo de una pérdida gradual de peso internacional¹⁸. Cualquier duda sobre la inviolabilidad jurídica de los activos en euros podría acelerar la diversificación de reservas hacia otras monedas o hacia el oro.

Pasar de mantener los activos rusos congelados a utilizarlos como garantía supondría un cambio cualitativo (step change) que podría llevar a los bancos centrales —en especial los de países no alineados— a reducir su exposición al euro o trasladar la custodia de sus reservas fuera del espacio europeo. Según las estimaciones, una pérdida similar a la ocurrida tras la crisis del euro (–1,9 puntos porcentuales en la cuota global de reservas entre 2010 y 2013) implicaría una reubicación de unos 250.000 millones de dólares en activos denominados en euros, sobre una base global de 13 billones de dólares en reservas internacionales¹⁹.

Dado que Euroclear concentra la mayor parte de los fondos rusos, cualquier medida sin una protección legal sólida podría comprometer su balance, desencadenar litigios y forzar intervenciones públicas para estabilizar el sistema. Para muchos acreedores no occidentales, la utilización de activos soberanos congelados —aunque indirecta— se percibiría como una expropiación, debilitando la confianza en los marcos legales occidentales y reduciendo el umbral para medidas similares en futuras crisis²⁰.

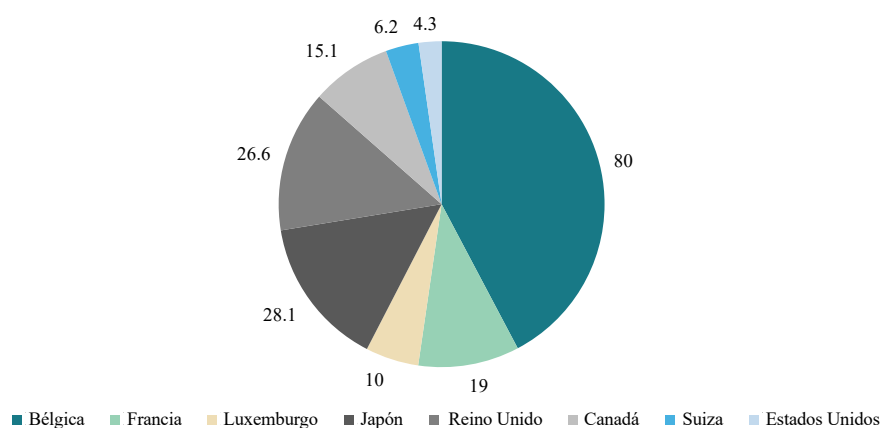
En este contexto, podrían darse tres escenarios. Desde uno prudente, en el que la UE se limita al uso de los beneficios extraordinarios y mantiene la estabilidad de los mercados, hasta uno adverso, en el que las contrasanciones rusas y la reacción china provocan una retirada de inversores y una grave pérdida de confianza en el euro²¹. Un escenario central pasaría por un litigio prolongado, moderada diversificación de reservas y leve aumento de los costes de financiación.

La UE quiere hacer que Rusia, el agresor, asuma los costes de la guerra y reforzar el apoyo financiero a Ucrania. El “préstamo de reparación”, en su formulación actual, constituiría una apuesta de alto riesgo que podría debilitar la credibilidad jurídica del euro y generar riesgos fiscales para los Estados miembros a cambio de un beneficio limitado. La UE debe mantener la distinción entre el principal y los beneficios extraordinarios, destinando estos últimos al apoyo presupuestario a Ucrania.

Si es necesario recurrir a una financiación adicional, esta tendría que respaldarse con garantías conjuntas y mecanismos de aislamiento y transparencia, junto con cláusulas de caducidad que refuercen su carácter excepcional²².

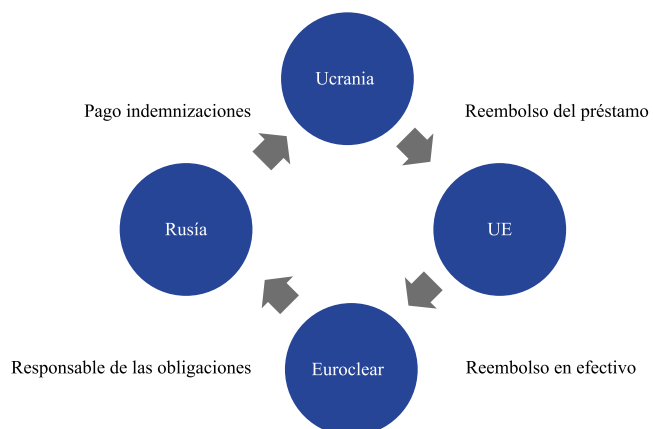
Este enfoque permitiría preservar la integridad jurídica de la Unión, proteger la estabilidad financiera europea y mantener la ayuda a Ucrania sin erosionar la confianza internacional en el euro ni en el marco legal sobre el que se asienta el sistema financiero global.

GRÁFICO 3.0 – PRINCIPALES JURISDICCIONES DE LA UE Y DE FUERA DE LA UE DE ACTIVOS RUSOS CONGELADOS, 2025 (MILES DE MILLONES DE EUROS)



Fuente: Parlamento Europeo.

GRÁFICO 4.0 – CÓMO FUNCIONARÍA EL PRÉSTAMO DE REPARACIONES PROPUESTO POR LA UE



Fuente: Euronews.

Notas

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

¹ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775908/EPRS_BRI\(2025\)775908_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775908/EPRS_BRI(2025)775908_EN.pdf)

² <https://www.ft.com/content/9ec35777-2dc5-48ca-97bf-ae760f06eda0?>

³ <https://www.politico.eu/article/politico-belgian-pm-bart-de-wever-eu-summit-brussels-badboy-leade/>

⁴ <https://www.euronews.com/my-europe/2025/11/07/eu-commission-and-belgium-see-no-breakthrough-in-ukraine-reparation-loan-talks>

⁵ <https://www.politico.eu/article/politico-belgian-pm-bart-de-wever-eu-summit-brussels-badboy-leade/>

⁶ <https://www.reuters.com/business/eu-will-seek-exclude-ukraine-loan-guarantees-deficitcalculations-2025-10-10>

⁷ <https://www.reuters.com/world/ukraine-parliament-amends-2025-budget-raises-defencespending-wartime-record-2025-10-21/>

⁸ <https://www.reuters.com/business/finance/ukraine-plans-2026-budget-with-184-deficit-pmsays-2025-09-15/>

⁹ <https://bidenwhitehouse.archives.gov/briefing-room/statements-releases/2024/10/25/g7-leaders-statement-on-extraordinary-revenue-acceleration-era-loans>

¹⁰ [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775908/EPRS_BRI\(2025\)775908_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2025/775908/EPRS_BRI(2025)775908_EN.pdf)

¹¹ <https://2001-2009.state.gov/r/pa/prs/ps/2003/20888.htm>

¹² <https://main.un.org/securitycouncil/en/s/res/1970-%282011%29>

¹³ <https://www.state.gov/wp-content/uploads/2025/08/Report-Proposed-Uses-of-the-Afghan-Fund-006158-508-Accessible-HRC1161348.pdf>

¹⁴ https://legal.un.org/ilc/texts/instruments/english/conventions/9_1_1961.pdf

¹⁵ https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/da/ip_25_827

¹⁶ https://www.europarl.europa.eu/thinktank/en/document/EPRS_STU%282024%29759602

¹⁷ <https://www.reuters.com/world/europe/eu-must-follow-law-using-frozen-russian-assets-helpukraine-lagarde-says-2025-10-06/>

¹⁸ https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/ire/ecb.ire202206_annex.en.pdf

¹⁹ <https://data.imf.org/en/news/october%201%202025%20cofer>

²⁰ <https://www.reuters.com/world/europe/eu-must-follow-law-using-frozen-russian-assets-helpukraine-lagarde-says-2025-10-06>

²¹ <https://www.reuters.com/business/finance/russia-warns-europe-we-will-go-after-any-statewhich-takes-our-assets-2025-09-15>

²² <https://www.reuters.com/business/eu-will-seek-exclude-ukraine-loan-guarantees-deficitcalculations-2025-10-10>

El nacionalismo corporativo de Trump*

Implicaciones para la UE

- El "nacionalismo corporativo" de Donald Trump marca una nueva fase del capitalismo de Estado estadounidense, caracterizada por la fusión entre propiedad, control y regulación pública para extraer rentas de sectores considerados estratégicos.
- La respuesta de Europa pasa por reforzar su integración económica, tal como recomienda el informe Draghi (2024) sobre la competitividad europea, avanzando hacia un verdadero mercado único.

Introducción

El llamado nacionalismo corporativo de Donald Trump representa un punto de inflexión en la economía estadounidense: la presencia del Estado como actor económico directo en la primera potencia mundial. Este modelo sitúa al gobierno en el centro de decisiones empresariales estratégicas. Para Europa, supone un desafío competitivo y político que exige una respuesta basada no en el proteccionismo, sino en una integración más profunda.

Más allá de su impacto económico, el nuevo paradigma estadounidense desafía los fundamentos del orden internacional basado en reglas. En este contexto, defender el multilateralismo, la transparencia y el Estado de derecho económico deja de ser una opción para la UE y se convierte en una obligación.

Un nuevo modelo de intervención estatal

La estrategia de Trump –descrita como “nacionalismo corporativo”– combina control financiero, participación accionarial y poder regulatorio para alcanzar objetivos políticos y de seguridad nacional

La estrategia económica del segundo mandato de Trump redefine los límites entre Estado y mercado. Su línea de acción, descrita como “nacionalismo corporativo”, combina control financiero, participación accionarial y poder regulatorio para alcanzar objetivos políticos y de seguridad nacional. Aunque hunde sus raíces en la tradición estadounidense de seguridad económica –desde la Ley de Producción de Defensa de 1950 hasta la Ley CHIPS y la Ley de Reducción de la Inflación de 2022–, introduce un cambio de fondo: subordina la lógica de mercado a una de soberanía transaccional, donde el Estado utiliza su poder económico como instrumento de negociación y coerción.

Instrumentos y mecanismos del nuevo capitalismo de Estado

El modelo de Trump se distancia tanto del proteccionismo clásico como de las políticas industriales tradicionales. Configura un sistema discrecional, a base de negociaciones y altamente politizado. El gobierno estadounidense utiliza cuellos de botella regulatorios —como licencias de exportación, autorizaciones de fusiones y préstamos federales— para condicionar derechos de propiedad, influencia en la gobernanza y participación en los ingresos de empresas privadas, sin recurrir a la nacionalización formal¹.

El caso más representativo es la “acción de oro” en U.S. Steel, adquirida durante la compra por Nippon Steel, que otorga a Washington poder de veto sobre decisiones estratégicas sin inversión directa², reintroduciendo al Estado como actor clave en sectores históricamente reservados al capital privado. A este mecanismo se suman los intercambios de capital por financiación, mediante los cuales el gobierno federal adquiere participaciones minoritarias en empresas apoyadas con fondos públicos, como Intel, MP Materials o Lithium Americas Corp.^{3,4}, con lo que crea de facto una cartera de activos en industrias estratégicas.

El intervencionismo estadounidense se completa con acuerdos de reparto de ingresos, como los firmados con Nvidia y AMD⁵, que transfieren al Tesoro un 15 % de sus ventas vinculadas a China a cambio de mantener licencias de exportación⁶. Los pactos introducen un esquema de “pago por acceso”, mezclan intereses fiscales y diplomáticos y aumentan la politización de los mercados.

Contradicciones y consecuencias económicas

El planteamiento de EE. UU. ha evolucionado de un régimen de subvenciones reguladas hacia un modelo de control discrecional, en el que el Estado influye directamente en la gobernanza de empresas estratégicas mediante derechos de veto y participaciones accionariales, afectando a sectores como semiconductores, minerales críticos y acero. Sus defensores destacan que esta estrategia asegura las cadenas de suministro y alinea los incentivos privados con prioridades nacionales, mientras que sus detractores advierten sobre riesgos de amiguismo político, arbitrariedad en la asignación de capital e inseguridad jurídica, factores que podrían desincentivar la inversión extranjera y fragmentar el comercio global.

El modelo presenta contradicciones que debilitan sus propios objetivos: al canalizar recursos hacia sectores privilegiados, distorsiona la eficiencia del capital y puede priorizar la lealtad política sobre la competitividad económica. Aunque genera beneficios políticos inmediatos, como empleos repatriados y fábricas reabiertas, crea una economía más frágil y dependiente del gasto público. Además, el favoritismo hacia industrias estratégicas incrementa los costes de producción y la inflación, provocando un círculo vicioso de mayores subvenciones, aumento de déficits fiscales y presión sobre la política monetaria de la Reserva Federal.

La administración ha utilizado cuellos de botella regulatorios, como licencias de exportación, autorización de fusiones y préstamos federales, para negociar derechos de propiedad, influencia en la gobernanza y participación en los ingresos de las empresas privadas

Al vincular derechos de veto y participación accionarial en empresas estratégicas, el Estado pasa a influir directamente en la gobernanza corporativa de sectores como los semiconductores, los minerales críticos o el acero

Notas

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

¹ <https://www.iiss.org/online-analysis/online-analysis/2025/09/americas-quiet-turn-towards-state-capitalism>

² <https://www.washingtonpost.com/business/2025/06/18/steel-nippon-golden-share-trump>

³ <https://www.reuters.com/business/us-take-10-equity-stake-intel-trumps-latest-corporate-move-2025-08-22/>

⁴ <https://www.energy.gov/articles/departments-energy-restructures-lithium-americas-deal-protect-taxpayers-and-onshore>

⁵ <https://www.iiss.org/online-analysis/online-analysis/2025/09/americas-quiet-turn-towards-state-capitalism>

⁶ <https://www.washingtonpost.com/technology/2025/08/10/nvidia-amd-china-chips-deal-trump>

Fiabilidad de los datos y credibilidad de la política monetaria*

Reserva Federal, revisiones estadísticas y el rumbo de la política monetaria de EE. UU.

- Las importantes revisiones a la baja de los datos de empleo han complicado la labor de la Fed para evaluar el estado real de la economía, mientras que la creciente preocupación sobre la fiabilidad de las estadísticas oficiales de EE. UU. suma incertidumbre a un escenario con señales ambiguas sobre la actividad y la inflación.
- 2026 apunta a ser el sexto año consecutivo en el que la inflación supera el objetivo de la Fed del 2 %, lo que plantea un riesgo para su credibilidad, ya que puede conducir a los inversores a cuestionar su independencia y eficacia.

Cambio en las perspectivas de EE. UU. ante la pérdida de empleos y las revisiones estadísticas

La Reserva Federal se enfrenta a un doble desafío: por un lado, una inflación persistente y, por otro, importantes revisiones a la baja en los datos de empleo, que revelan una creación de empleo inferior a lo estimado. Este contexto pone en duda el estado real de la economía estadounidense y complica la toma de decisiones de política monetaria.

La inflación de bienes, impulsada por los aranceles, junto con posibles efectos de segunda ronda —derivados de disrupciones en las cadenas de suministro o de políticas migratorias restrictivas—, obliga a la Fed a dejar claro que su compromiso es llevar la inflación de vuelta al 2 %, incluso si ello implica un menor crecimiento o cierta pérdida de empleo. Confiar en que la inflación caiga por sí sola, una “desinflación impecable”, no parece una estrategia viable.

Sin embargo, el panorama se ha complicado por las significativas revisiones a la baja de las cifras de empleo. Según los ajustes preliminares de la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS), cuya responsable fue destituida el pasado 1 de agosto, entre 2024 y 2025 se crearon 910.000 empleos menos de lo estimado inicialmente, tras una revisión similar de 818.000 puestos en 2024. Este ajuste equivale a cinco meses de creación de empleo al ritmo promedio de 2023-2024, y es el mayor en la historia reciente, casi el doble de la revisión a la baja de 2019, que había sido de 501.000 empleos menos, el mayor ajuste previo a la crisis sanitaria (gráfico 5.0). La ralentización en la generación de empleo, junto

La corrección estadística equivale a unos cinco meses de creación de empleo al ritmo promedio de 2023-2024, y es la mayor revisión a la baja de los últimos años

a la incertidumbre estadística, dificultan la evaluación del riesgo de inflación o estanflación.

Recortes de tipos pese a la inflación provocada por los aranceles

Durante gran parte de 2025, la Reserva Federal ha resistido la presión política para bajar los tipos de interés, pero no ha podido ignorar la ralentización del mercado laboral

Durante gran parte de 2025, la Reserva Federal ha resistido la presión política para bajar los tipos de interés, pero no ha podido ignorar la ralentización del mercado laboral. En respuesta a estos datos, recortó los tipos de interés en septiembre y octubre de 2025, en total 50 puntos básicos, dejando la tasa de fondos federales en el 3,75 %-4 %, lejos del máximo del 5,25 %-5,50 % alcanzado en la pandemia. Estos ajustes contrastan con la evolución de la inflación, que sigue por encima del objetivo del 2 %, con el índice PCE (Personal Consumption Expenditure) general y subyacente¹ estabilizado ligeramente por debajo del 3 % desde finales de 2023. La combinación de inflación persistente y menor creación de empleo ha obligado a la Fed a priorizar la estabilidad laboral como parte de su mandato dual de máximo empleo y precios estables², según explicó el presidente de la Fed, Jerome Powell, describiendo los recortes como parte de una “estrategia de gestión de riesgos” frente a una desaceleración rápida de la actividad³.

El desafío para la Fed no es solo económico, sino también institucional y de confianza. Con la política monetaria condicionada por datos de fiabilidad cuestionable y elevada incertidumbre, surge el riesgo de un problema de inconsistencia temporal: en un contexto político e institucional cambiante, cumplir el objetivo de inflación podría dejar de percibirse como prioritario, debilitando la percepción de independencia y eficacia de la Fed⁴. La combinación de interferencia política y déficits fiscales al alza puede hacer que los mercados cuestionen la credibilidad a largo plazo de la política económica estadounidense, elevando la volatilidad y los riesgos sistémicos.

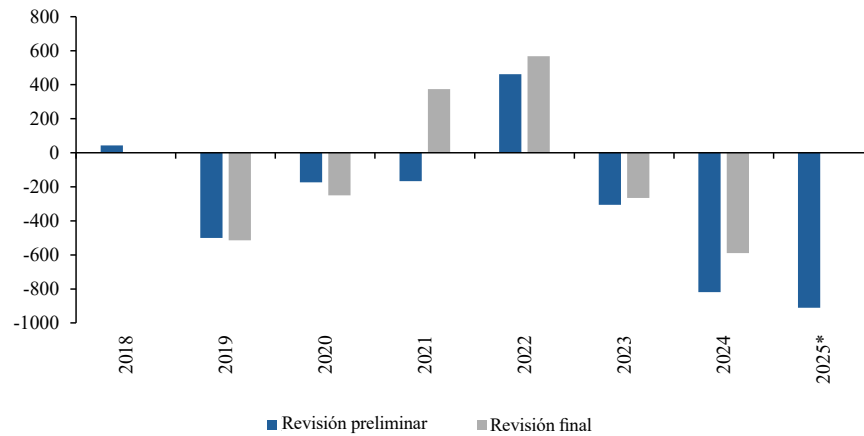
Las revisiones de datos alimentan la incertidumbre

El cierre parcial del gobierno ha retrasado la publicación de los informes de empleo e inflación de septiembre, y, posiblemente, octubre, complicando aún más la evaluación de la economía y aumentando la desconfianza sobre la calidad de la información oficial

A ello se suma la limitada disponibilidad de los datos. El cierre parcial del gobierno ha retrasado la publicación de los informes de empleo e inflación de septiembre y, posiblemente, octubre, complicando aún más la evaluación de la situación económica y aumentando la desconfianza sobre la calidad de la información oficial. Los inversores deben operar entre señales contradictorias: el PIB ha sorprendido al alza en 2025, mientras que la inflación se ha moderado más de lo esperado, un comportamiento que el FMI atribuye a factores temporales⁵, como adelantos de consumo e inversión, retrasos en la recaudación de aranceles, agotamiento de inventarios y precios preestablecidos⁶. Estos elementos han retrasado la transmisión de los costes arancelarios a los precios, lo que sugiere que su impacto completo podría materializarse más adelante⁷.

En suma, la Fed se enfrenta a un escenario complejo, con 2026 como el sexto año consecutivo con inflación por encima del objetivo: debe equilibrar el crecimiento económico con el control de la inflación (su tarea habitual) y gestionar la incertidumbre sobre los datos y la confianza del público y los mercados. La forma en que gestione la política monetaria determinará no solo la evolución económica inmediata, sino también su reputación y la percepción global sobre la solidez y fiabilidad de la política monetaria estadounidense.

GRÁFICO 5.0 – REVISIONES ANUALES DEL EMPLEO EN EE. UU. (EN MILES)



Nota: Los datos muestran las revisiones preliminares y finales de los establecimientos actuales para el servicio de estadísticas de empleo (CES) para el total de nóminas no agrícolas (miles) a nivel nacional.

Las revisiones indican estimaciones ajustadas para los 12 meses que finalizan en marzo del año correspondiente.

*Las revisiones finales de 2025 serán publicadas por el BLS a principios de 2026.

Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales de EE. UU.

Notas

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

¹ Total PCE inflation (including food and energy) rose about 0.15 percentage point (pp), to 2.75 percent in August; Core PCE inflation (excluding food and energy) rose by about 0.1 pp, to 2.9 percent in August.

² <https://www.federalreserve.gov/faqs/what-economic-goals-does-federal-reserve-seek-to-achieve-through-monetary-policy.htm>

³ <https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20250917.pdf>;
<https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20251029.pdf>;
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/fomcpresconf20250917.htm>

⁴ <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2003/04/timeinconsistent-monetary-policies-recent-research/>

⁵ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/10/14/world-economic-outlookoctober-2025>;
https://www.wsj.com/economy/trade-tensions-weigh-on-imfs-outlookfor-global-economy-8ed17b31?gaa_at=eafs&gaa_n=AWetsqFUOpMgchPIEmQzHMb2u6yZ1MdTTMKfN1C6GeObYOQiVstAp-D2&gaa_ts=68f51b49&gaa_sig=diRAq1sb8T6qoWYj0FUvzw2kvwjwybp5p1K48QoFOISXj2Ov-GRUP0Qyk7W8wvMBiQsys_cRuQCM6S8dMrw5Qg_%3D%3D

⁶ <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2025/10/14/world-economic-outlookoctober-2025>

⁷ *Ibid*; Bauer, Haltom, and Martin 2025: https://www.richmondfed.org/region_communities/regional_data_analysis/regional_matters/2025/why_businesses_say_tariffs_delayed_effect_inflation

Notas

Funcas
Caballero de Gracia, 28
28013 Madrid
Spain
Phone: 91 596 54 81
Fax: 91 596 57 96
publica@funcas.es
www.funcas.es



Funcas
Caballero de Gracia, 28
28013 Madrid
Spain
Phone: 91 596 54 81
publica@funcas.es
www.funcas.es

Depósito Legal: M-14884-2025