Desequilibrios fiscales y deuda soberana

Los recientes repuntes de los tipos de interés en las curvas soberanas globales han puesto el foco de atención en el desequilibrio que han mantenido desde la pandemia las cuentas públicas de numerosas economías desarrolladas. EE.UU. ha sido el caso más paradigmático por la espiral del coste de su deuda, pero su situación debe servir como una señal de aviso para otras economías como Francia o Japón. En este análisis mostraremos la situación actual y las alternativas posibles para los gobiernos, así como el posicionamiento más adecuado para navegar el entorno actual.

Estados Unidos: el elefante en la habitación

La economía estadounidense representa hoy el mayor foco de riesgo de dominancia fiscal. El punto más preocupante de la situación fiscal en EE. UU. es el fuerte repunte del coste de la deuda y la fragilidad estructural de sus cuentas. El gobierno americano gasta un 134% de lo que ingresa, situando el déficit en el -5,7% del PIB y empujando la deuda pública hacia los 40 billones de dólares (121% del PIB).

A esta vulnerabilidad se suma el perfil de vencimientos. La deuda americana tiene una vida media de apenas 6 años, obligando al Tesoro a refinanciar una inmensa porción de su pasivo a los altos tipos actuales. Esta rápida transmisión hará que el coste de los intereses aumente un 0,6% del PIB para 2030.

La trayectoria actual es insostenible. El tipo "neutral" que EE. UU. puede asumir para estabilizar su nivel de deuda es de apenas el 2,76%, pero el mercado exige un 4,8% por el bono a 10 años, confirmando que rentabilidades por encima del 4% son la nueva normalidad. El mercado exige también una mayor prima por plazo ante la retirada de la Fed y bancos extranjeros, y la competencia por la liquidez del sector tecnológico, que financia su gasto en IA emitiendo bonos corporativos a ritmo récord.

Las alternativas del gobierno para reconducir la situación se observan en la ecuación de la Tabla 2. Para contener el ratio deuda/ ingresos, podría optar por la austeridad (reducir gastos y/o incrementar impuestos), mantener los tipos artificialmente bajos (monetización) o reducir el volumen de deuda (reestructuración).

Históricamente, los gobiernos han elegido inicialmente la austeridad, para posteriormente girar hacia la monetización una vez el crecimiento se desploma por el efecto deflacionista de la austeridad sobre la economía. Queda claro que, en cualquier caso, los tipos reales en EE.UU. deben bajar desde los niveles actuales.

Europa y Japón: a tiempo para reconducir

A nivel agregado, la Comisión Europea (2026) advierte que, sin ajustes, la deuda de la UE aumentará del 83% del PIB en 2025 al 100% en 2036, impulsada por el gasto en defensa y el encarecimiento de los intereses.

El mercado penaliza a Francia por su riesgo político: ostenta el mayor gasto público de la UE (57,3%) y un déficit primario crónico (-2,9%). Esta incapacidad de ajuste hunde su tipo de equilibrio matemático para estabilizar la deuda al 0,44%. Al exigir el mercado un 4,20%, la trayectoria es divergente. Italia, pese a su abultada deuda (137%) que consume el 8% de sus ingresos fiscales solo en intereses, ejecuta un ajuste estricto logrando un superávit primario del +1,0%. Esto empuja su tipo de equilibrio al 2,59%. Su verdadero lastre es un crecimiento estructural anémico, que mantiene el coste de mercado (4,16%) aún por encima de su umbral de sostenibilidad.

El caso japonés ilustra los límites del endeudamiento extremo (198% del PIB, equivalente a 12,5 veces sus ingresos fiscales). Tras abandonar el Banco de Japón (BoJ) su Control de la Curva de Tipos (YCC), el mercado ha destapado una fractura matemática en el país: el tipo de interés de equilibrio que Japón puede asumir para estabilizar su deuda es de apenas el 0,58%. El Estado necesita imperativamente generar superávits primarios sistemáticos para evitar una trayectoria de deuda explosiva.

Operando fuera del paraguas del BCE y con un programa de endurecimiento cuantitativo (QT), las cuentas británicas reflejan las exigencias más duras del mercado. La *Office for Budget Responsibility* (OBR, 2026) advierte que el Tesoro destina ya casi el 10% de sus ingresos al servicio de su deuda.

ABANCA House View

El entorno actual y la fórmula de la Tabla 2 muestran muy claramente cuáles son las alternativas de los gobiernos y qué escenario macroeconómico podemos esperar en cada uno de ellos. Los gobiernos han absorbido en sus cuentas los shocks de la última década y han compensado el desapalancamiento de hogares y empresas en la mayoría de los países. Desconocemos el momento en el que se producirá el cambio de dinámica fiscal, pero sabemos que, tarde o temprano, llegará.

En Europa, la situación todavía permite realizar ajustes fiscales, los cuales deberían tener un impacto ligeramente negativo sobre el crecimiento en los próximos años. Creemos que la política monetaria y la monetización solo se activarán en caso de un deterioro generalizado de las finanzas públicas, si bien por ahora los problemas se concentran en Francia. En este sentido, mantenemos una visión favorable sobre la deuda pública europea, con preferencia por Alemania e Italia en el tramo de 4 a 6 años.

En EE. UU., el riesgo de monetización es más elevado dada la magnitud del déficit, el cual parece improbable que se cierre únicamente vía ajuste fiscal. Esta monetización será negativa tanto para la divisa —que perderá valor frente al oro, sobre el que mantenemos una visión favorable en carteras— como para la deuda a largo plazo, que obtendrá retornos inferiores a la inflación. De ahí nuestra preferencia por el tramo corto de la curva americana y por los bonos ligados a la inflación.

En resumen, la deuda pública debe seguir formando parte de las carteras en un contexto de valoraciones elevadas en activos de riesgo, si bien una gestión activa será clave para evitar las potenciales pérdidas derivadas de las medidas que adopten los gobiernos para hacer más sostenibles sus niveles de endeudamiento.

Tabla 1. Principales métricas fiscales

	EEUU	Japón	Francia	España	Italia	Alemania	UK
Deuda/ PIB	121%	198%	116%	101%	137%	63%	97%
Déficit/ PIB	-5,7%	-2,2%	-5,1%	-2,4%	-3,1%	-2,7%	-4,3%
Déficit Primario/ PIB	-2,6%	-0,8%	-2,9%	0,0%	0,8%	-1,6%	-0,6%
Ingresos/ PIB	17%	16%	52%	43%	48%	47%	40%
Gastos/ PIB	23%	18%	57%	45%	51%	50%	44%
Intereses/ Ingresos	19%	9%	4%	6%	8%	2%	9%
Gasto/ Ingresos	134%	114%	110%	106%	106%	106%	110%
Deuda/ Ingresos	7,2	12,5	2,2	2,3	2,9	1,3	2,4

Fuente: Bloomberg, ABANCA

Tabla 2. Relación deuda futura vs ingresos futuros

$$\frac{\text{Deuda futura}}{\text{Ingresos futuros}} = \frac{(\text{Futuros gastos antes de intereses} - \text{Ingresos futuros}) + \text{Deuda actual} \times (1 + \text{Tipo de interés})}{\text{Ingresos actuales} \times (1 + \text{Tasa de crecimiento})}$$

Información importante: por favor refiérase al Aviso Legal al final de este documento. **Las rentabilidades pasadas y las previsiones no constituyen un indicador fiable de rentabilidades futuras**.

AVISO LEGAL

Este documento es informativo y ha sido elaborado por ABANCA CORPORACION BANCARIA, S.A. ("ABANCA") sin que tenga la consideración de análisis financiero independiente ni de recomendación personalizada de compra, venta o de adopción de una estrategia de inversión específica. Por tanto, no se está prestando un servicio de asesoramiento en materia de inversión ni tampoco asesoramiento sobre cuestiones legales o fiscales o análisis financiero, ni debe interpretarse como tal. Las inversiones implican riesgos y su valor e ingresos derivados pueden variar según las condiciones del mercado y el régimen fiscal de aplicación, siendo posible que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. Las estimaciones y opiniones recogidas en este documento son realizadas en la fecha de su publicación y podrían cambiar sin previo aviso. ABANCA no ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a los resultados obtenidos del uso de la información en este documento. ABANCA no garantiza la exactitud o integridad de la información que se contiene en el presente documento, la cual se manifiesta ha sido basada en servicios operativos y estadísticos u obtenidos de otras fuentes de terceros.

La información financiera contenida en el documento no tiene en cuenta los objetivos específicos de inversión, situación financiera o necesidades de ninguna persona en particular. El servicio de gestión discrecional de carteras (GDC) así como algunos de los instrumentos incluidos en los listados de asesoramiento elaborados por ABANCA pueden tomar en cuenta alguna de las ideas de inversión reflejadas en este documento. Las inversiones discutidas en esta publicación pueden no ser idóneas para todos los clientes. Cualquier inversión deberá ajustarse al perfil de riesgo de cada cliente. En caso de estar interesado en algún producto y/o servicio en particular, por favor, póngase en contacto con ABANCA para determinar si el producto y/o servicio está disponible para su distribución y si resulta adecuado para usted. El presente documento no podrá ser reproducido, distribuido ni publicado por ningún receptor del mismo por ningún motivo. En particular, el receptor de este documento en ningún caso utilizará la información contenida en el mismo para la prestación de servicios de inversión en los que la recepción gratuita de este tipo de documentación esté prohibida.

Las inversiones en instrumentos financieros implican riesgos y su valor e ingresos derivados pueden variar según las condiciones del mercado y el régimen fiscal de aplicación, siendo posible que los inversores no recuperen la cantidad total invertida. A modo de resumen, los principales riesgos que ha de asumir un inversor en este tipo de instrumentos son los siguientes: de mercado, de tipo de interés, de tipo de cambio, de crédito y de liquidez.

Fecha de publicación: 09-09-2026