



JCD

SEPTIEMBRE 2026

Cuidado con la deuda

En 2008 el mundo vivió su peor crisis financiera desde 1929. La sensación es que el problema fueron los excesos de las hipotecas *subprime*, pero el problema era el elevado endeudamiento y las *subprime* fueron la gota que derramó el vaso.

Las deudas son un invento de los judíos sefardíes en el siglo XIII y permiten gastar y diferir el pago al futuro. Bien usadas, han sido una de las grandes innovaciones de la historia de la humanidad y sin ellas no se podría explicar el progreso de la especie humana desde entonces. Pero generan problemas cuando no se pueden pagar o, simplemente, cuando los ahorradores que las financian se asustan y piensan que no les van a devolver el dinero.

La realidad es que la deuda mundial, según el FMI, en 2025 fue del 240% del PIB, 40 puntos más que en 2007 y 10 puntos más que en la Pandemia. Por lo tanto, el endeudamiento hoy es mayor que en 2008.

¿Cuál es la diferencia? Simplemente, que los inversores siguen confiados en que les van a devolver sus ahorros y siguen comprando bonos a tipos de interés bajos. Otra diferencia con respecto a 2007 es que ahora las deudas públicas han subido mucho y que China está muy endeudada. En 2007, la deuda mundial era principalmente de países desarrollados y privada; ahora es principalmente pública y también en China, donde su deuda pública está próxima al 100% del PIB y, sumando su deuda privada, está en el 300% del PIB, por encima del promedio mundial y el doble que en 2007.

Yield on Global Bond Gauge Rises To Highest Since 2008



En el gráfico anterior se observa cómo el índice de tipos de largo plazo mundial que elabora Bloomberg está próximo al 4% y a los máximos de 2008. Los tipos vienen del 0% en la Pandemia, subieron con fuerza en 2022 con la crisis del gas y el retorno de la inflación y han vuelto a subir con fuerza este verano, provocando el temor a que se repita un 2008.

Lo que ha sucedido es que la guerra en Irán ha doblado los precios del petróleo desde febrero, ha triplicado los precios del gas en Europa, ha reducido significativamente los inventarios y se aproxima el invierno y el aumento del consumo de energía para encender las calefacciones.

Sin disminuir el riesgo que supone la subida de tipos de este verano, aún sigue sin ser una preocupación para los inversores. Tanto los tipos a un año como a 10 años de la deuda pública en EEUU apenas han subido 30 pb desde junio y la pendiente se ha mantenido.

En la crisis de deuda pública europea en 2010 vimos subidas de 30 pb en un solo día en varios países. Cuando los inversores pierden la confianza en el Banco Central para controlar la inflación, exigen una rentabilidad superior a los tipos a largo plazo y eso no está pasando. Y cuando temen no recuperar su dinero, como sucedió en Europa en 2010, los tipos suben muy por encima de los que fija el banco central y eso tampoco está pasando ni en EEUU ni en Europa y mucho menos en China, donde el tipo a 10 años de su deuda pública sigue por debajo del 2%.

Si analizamos otras primas de riesgo, nos confirman que la aversión al riesgo de los inversores sigue en mínimos históricos. **Cuando de verdad hay temor en los mercados de bonos, el indicador más sensible es la prima de riesgo de los bonos corporativos sin grado de inversión, también conocidos como *los bonos basura***, que son los que más riesgo de impago tienen según las agencias de rating.

Esa diferencia de la rentabilidad de esos bonos con la curva considerada libre de riesgo no sólo sigue próxima a mínimos históricos. Por lo tanto, los inversores siguen teniendo el mismo temor al impago que en junio y ese temor es el menor que tienen en décadas.

Otro indicador de riesgo son las valoraciones de las bolsas. El S&P 500, el índice de referencia de las bolsas mundiales, está ahora ligeramente por encima de junio y el Nasdaq de empresas tecnológicas ligeramente por debajo.

Podríamos decir que las bolsas han dejado de subir y que los inversores están en la barandilla observando si la subida de las rentabilidades de la deuda es una amenaza para sus inversiones en renta variable, pero de momento no han empezado a deshacer posiciones.

Otro indicador es la divisa, que debería reflejar debilidad si los inversores temen la capacidad del país para devolver sus deudas. Es cierto que el dólar se ha depreciado con el euro desde junio, pero hasta los mismos niveles de mayo de este año y está estable desde el verano de 2025, sin mostrar ningún temor de los inversores por mantener sus ahorros en EEUU.

Por lo tanto, los tipos de largo plazo suben por el aumento de las expectativas de inflación, provocado por las políticas de Trump de aranceles y guerras. Pero, de momento, los inversores siguen confiados. El problema es que eso puede cambiar súbitamente.

La deuda está en máximos históricos; ese es el principal problema. La causa que genera la deuda pública en EEUU es el elevado déficit, que es crónico desde 1980, pero ahora está próximo al 6% del PIB, máximo histórico, y, según la Oficina de Presupuesto del Congreso, seguirá próximo a ese nivel la próxima década si el Gobierno no toma medidas estructurales para aumentar los ingresos o reducir los gastos.

En España la deuda total, pública y privada, es la misma ahora que en 2007, pero su composición ha cambiado radicalmente. La deuda privada ha bajado 70 puntos de PIB desde 2007 y es inferior a la de Alemania, Francia, EEUU y casi la mitad que en China. Pero la deuda pública se ha triplicado y es una de las más altas del mundo.

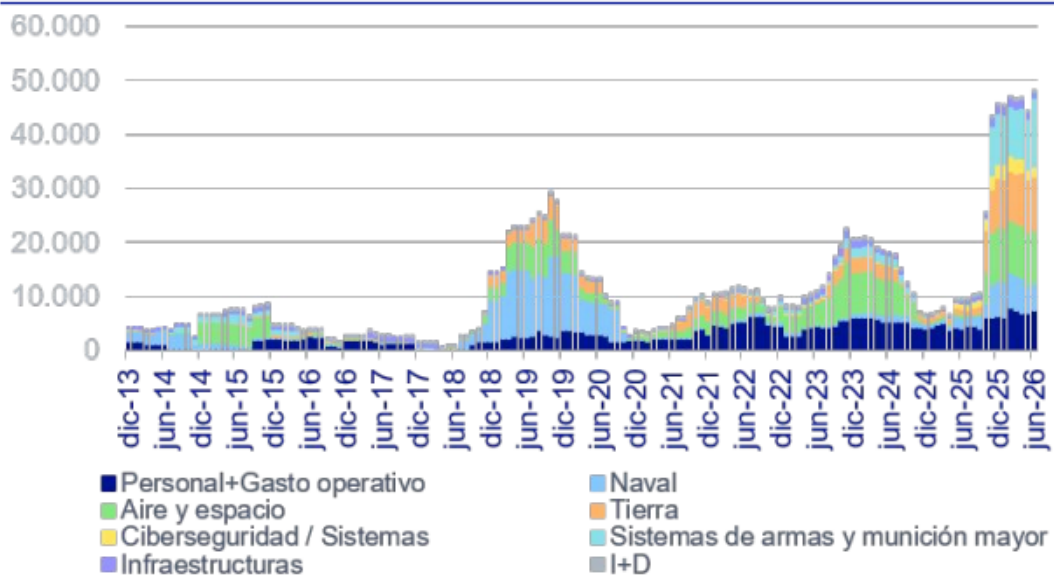
El problema de cualquier deuda es financiar las emisiones necesarias y hay dos variables a analizar: las renovaciones de bonos y el déficit público. En 2007, el Tesoro tuvo que emitir 50.000 mill. de deuda pública y en 2025, 274.000, muy cerca del récord histórico de 2020 durante la Pandemia y próxima a los 250.000 mill. de 2012, cuando el Gobierno español se vio forzado a pedir un rescate internacional, algo que no sucedía desde 1957.

No obstante, el índice de vulnerabilidad es la emisión de deuda pública sobre el total de ingresos públicos y ese ratio es mayor que en 2007, pero muy inferior aún al de 2012, durante el rescate.

En 2015 los 250.000 millones de emisión bruta de deuda pública suponían un 65% de los ingresos públicos y ahora están próximos al 35%. En 2012, la prima de riesgo era de 600 pb y el Tesoro llegó a emitir deuda por encima del 7% y la economía estaba en una profunda depresión, con las tasas de paro por encima del 25%; los ingresos públicos habían caído y el déficit era muy elevado.

Ahora la economía crece y la prima de riesgo está por debajo de 50 pb e indica que los inversores no tienen ningún temor al impago de nuestra deuda, como sí sucedió en 2012.

ACUERDOS DEL CONSEJO DE MINISTROS RELATIVOS AL GASTO EN DEFENSA. DESGLOSE POR CATEGORÍA (IMPORTE ANUNCIADO. SUMA MÓVIL 12 MESES. MILLONES DE EUROS)



Fuente: BBVA Research a partir de las referencias del Consejo de Ministros (hasta 29 de junio de 2026).

No obstante, si aumenta la aversión al riesgo en los mercados de deuda internacionales, España es uno de los países con mayor necesidad de emitir y el que se vería más afectado.

Eso sólo se soluciona, igual que en EEUU, tomando medidas de ajuste del déficit estructural. Con inflación y el PIB nominal creciendo a tasas próximas al 5-6% bastaría con contener el crecimiento del gasto, cumpliendo la regla que nos exige el Consejo Europeo del 3,5%, pero el gasto crece próximo al 5%.

El mayor crecimiento del gasto lo explican las pensiones y la sanidad y está asociado al envejecimiento de la población y necesita medidas estructurales para contenerlo, ya que la población española continúa envejeciendo.

Otro problema, como se observa en el gráfico anterior, es el fuerte aumento en defensa: el Gobierno en esta legislatura gasta en defensa 50 veces más que Rajoy en su última legislatura. Eso exige reducir el gasto en otras partidas y debería ser en pensiones y en sanidad, ya que la

educación y las infraestructuras siguen muy por debajo de sus niveles de gasto de 2007.

La economía española, como anticipamos cuando empezó la guerra de Irán, ha frenado su ritmo de crecimiento. Según datos de la Agencia Tributaria con las declaraciones de IVA, el consumo privado creció en el segundo 2S25 un 8% anualizado y en el 1S26 crece el 1%.

La causa es la fuerte subida de la inflación provocada por el aumento del precio del petróleo y el gas, que influye también sobre la electricidad. La inflación ha subido dos puntos hasta el 4,3% y supera ya el crecimiento de los salarios, próximo al 3%.

El problema es que los alimentos y la vivienda suponen dos tercios del gasto de las familias con menor renta y suben mucho más que la inflación general y los salarios y la propensión marginal a consumir es muy elevada en ese segmento de renta.

Evolución del empleo de nacionales y extranjeros

Variación anual de la afiliación media mensual en cada mes.

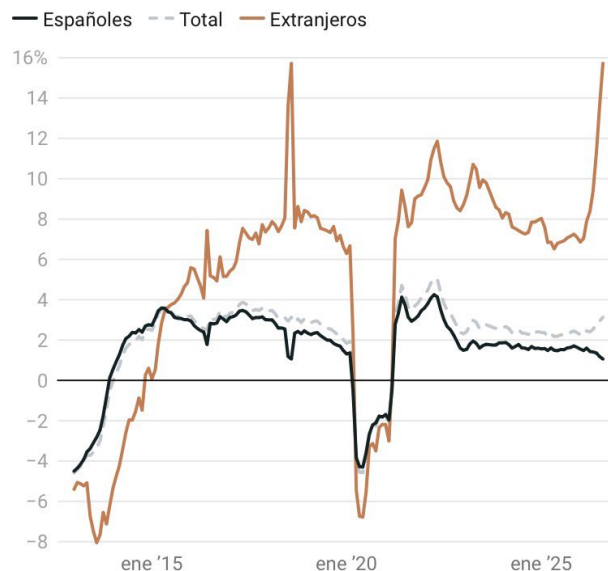


Gráfico: El Confidencial • Fuente: Seguridad Social • [Descargar los datos](#) • Creado con [Datawrapper](#)

La economía sigue creando empleo con fuerza, pero, como se observa en el gráfico anterior, sólo crece el empleo de la población inmigrante y lo

hace a tasas anormalmente altas. La causa es la regularización, que ha aumentado la afiliación en 340.000 trabajadores hasta el 31 de agosto.

Eliminado ese efecto, el empleo apenas habría crecido este verano, igual que sucede con el consumo privado. La inversión de las empresas y las exportaciones, por el contrario, crecen más que en 2025 y eso es una excelente señal que anticipa que el ciclo expansivo continuará, aunque con menor intensidad que el pasado año.

En clave de deuda, aún estamos lejos de la situación de 2012, pero estamos peor que en 2025, ya que los ingresos públicos crecen menos.