

Septiembre de 2026

Deuda pública: ¿hasta dónde pueden llegar los Estados?

Estimada Clienta,
Estimado Cliente,

Tras treinta y ocho años de actividad en el sector financiero, de los cuales veintiocho como socio de Bordier & Cie, he querido compartir con ustedes, dos o tres veces al año, algunas reflexiones personales sobre un tema macroeconómico.

La deuda pública se ha convertido en uno de los grandes temas económicos de nuestra época. Como muchas personas, durante mucho tiempo crecí con la idea de que el endeudamiento constituía una fuente inevitable de fragilidad y, en última instancia, de crisis. Sin embargo, es innegable que la explosión de la deuda pública mundial no ha modificado de forma significativa, hasta ahora, la percepción de los inversores respecto a la capacidad de los Estados para atender el servicio de su deuda y, algún día, reembolsar su principal.

Por tanto, la verdadera cuestión ya no consiste únicamente en determinar si la deuda pública es elevada. Más bien se trata de saber hasta qué punto puede seguir creciendo sin poner en entredicho la estabilidad económica, financiera y política de los Estados.

Me pareció interesante abordar este fenómeno desde una doble perspectiva, tanto histórica como macroeconómica. Para ello, he optado por centrarme en cuatro países: Estados Unidos, por su tamaño y su papel central en el sistema financiero mundial; Francia y el Reino Unido, por su importancia en Europa y la complejidad de sus situaciones presupuestarias; y, por último, Suiza, porque constituye el núcleo de nuestra actividad y representa un caso singular en el panorama internacional.

Tras cuarenta años de descenso estructural de los tipos de interés, los Estados se han acostumbrado gradualmente a financiar déficits, gasto social, crisis económicas y programas de inversión mediante el endeudamiento. La crisis financiera de 2008, la pandemia de Covid-19, la crisis energética derivada de la guerra en Ucrania y, posteriormente, el aumento del gasto militar han acelerado aún más esta tendencia.

Según el Fondo Monetario Internacional, la deuda pública mundial debería superar los 100 billones de dólares en 2026, lo que representa aproximadamente el 95 % del Producto Interior Bruto (PIB) mundial, y superar el umbral del 100 % del PIB antes de 2030. Estas cifras son motivo de preocupación, especialmente desde una perspectiva suiza, tradicionalmente marcada por una cultura de prudencia presupuestaria. Sin embargo, es evidente que el mundo es cada vez menos suizo en su manera de abordar la deuda.

Contexto histórico

La deuda pública tiene su origen, en gran medida, en la financiación de las guerras entre los siglos XV y XVIII. En aquella época, las suspensiones de pagos soberanas eran frecuentes. No obstante, ya se observaba una constante que se mantendría a lo largo de los siglos: cuanto más poderoso, organizado y creíble es un Estado, mayor confianza inspira a sus acreedores.

Tras un siglo XIX a menudo considerado una edad de oro de la disciplina presupuestaria, las dos guerras mundiales alteraron profundamente ese equilibrio. Al final de la Segunda Guerra Mundial, numerosos Estados alcanzaron niveles extremos de endeudamiento. Sin embargo, no se produjo ninguna crisis generalizada de la deuda. Varias razones lo explican: la implantación de un sistema de control de la curva de tipos en Estados Unidos por parte del Tesoro y la Reserva Federal; una inflación persistentemente superior a los rendimientos de los bonos soberanos, que redujo el valor real de la deuda; un crecimiento económico excepcional durante los llamados Treinta Años Gloriosos; y, finalmente, el baby boom, que amplió rápidamente la población activa y mejoró la dinámica de las finanzas públicas.

El regreso del endeudamiento a partir de los años ochenta responde a varios factores: la globalización, el aumento del gasto social y también la progresiva ilusión de que endeudarse tenía un coste casi nulo. El descenso continuo de los tipos de interés durante cerca de cuarenta años transformó profundamente el comportamiento de los gobiernos. Más recientemente, la crisis financiera de 2008 y el shock provocado por la Covid-19 reforzaron la idea de que el Estado debía intervenir masivamente en tiempos de crisis, con el apoyo de los bancos centrales.

Situación actual

Las previsiones del FMI ilustran la magnitud del fenómeno. Con excepción de Suiza, todas las grandes economías desarrolladas analizadas en este estudio presentan una deuda pública superior al 100 % del PIB y mantienen una trayectoria ascendente a medio plazo.

Deuda pública y saldo presupuestario

Estimaciones para 2026 y proyecciones para 2030, en % del PIB

País	Deuda pública 2026	Proyección 2030*	Saldo presupuestario 2026
Estados Unidos	126 %	138–140 %	–7 %
Francia	118 %	125–130 %	–5,5 %
Reino Unido	104 %	110 %	–4 %
Suiza	38 %	35–40 %	0 % a +1 %

Fuente de referencia: FMI, World Economic Outlook, abril de 2026.

Con excepción de Suiza, ninguno de estos Estados puede permanecer indiferente a la evolución de su deuda pública. La dificultad reside, sin embargo, en la naturaleza misma de los gastos implicados. Reducir de forma significativa las prestaciones sociales, las pensiones o el gasto sanitario resulta políticamente muy difícil en las democracias contemporáneas. Por el momento, el mundo político parece a menudo esperar a que una crisis imponga los ajustes que no pueden adoptarse voluntariamente.

La siguiente tabla ilustra la estructura de las principales componentes de gasto público por país.

Principales funciones del gasto público, en % del PIB

Función (% del PIB)	Estados Unidos	Reino Unido	Francia	Suiza
Seguridad social	13 %	16 %	24 %	11 %
Sanidad	7 %	8 %	8 %	5 %
Educación	4 %	5 %	5 %	5 %

Fuente: Datos OCDE / COFOG.

Por tanto, la mayor parte de las economías occidentales se encuentra claramente en una fase de sobreendeudamiento, mientras que el gasto público se concentra cada vez más en la redistribución y la sanidad, más que en impulsores directos del crecimiento económico.

Las diferencias fundamentales entre los episodios históricos de exceso de endeudamiento y la situación actual radican en dos factores: por un lado, la relativa debilidad del crecimiento de las economías desarrolladas; por otro, el papel mucho más estructurado y coordinado de los bancos centrales y los Estados.

Para comprender mejor estas dinámicas, resulta útil examinar con mayor detalle la situación de cada uno de estos cuatro países.

Reino Unido

Con una deuda pública superior al 100 % del PIB, el Reino Unido se encuentra en un nivel históricamente elevado. Desde la década de los 80, el país ha sustituido progresivamente una parte importante de su base industrial por una economía de servicios, especialmente financieros. Sin embargo, desde la crisis de 2008, la contribución de este modelo al crecimiento se ha debilitado. La productividad británica lleva cerca de veinte años estancada, lo que limita considerablemente el potencial de crecimiento del país y, por consiguiente, sus futuros ingresos fiscales.

El Reino Unido también se enfrenta a dos desafíos adicionales. El primero está relacionado con los efectos del Brexit, que han incrementado las fricciones comerciales, han afectado a determinadas inversiones extranjeras y han agravado la escasez de mano de obra en varios sectores. El segundo es el envejecimiento de la población, un fenómeno ya global, que exige destinar más recursos a las pensiones y al gasto sanitario.

Francia

Francia presenta un nivel de deuda superior al de muchos países europeos y sigue siendo uno de los Estados del bienestar más desarrollados del mundo. El gasto público representa más de la mitad del PIB y el gasto en pensiones supera el 14 % del PIB (frente al 11,6 % en Alemania). Se trata de un nivel casi único entre las economías desarrolladas, mientras que el número de personas activas por jubilado continúa disminuyendo.

Si el sistema permanece inalterado, esta carga aumentará de forma mecánica y recaerá cada vez más sobre las generaciones en activo. Existen tres posibles vías de actuación: revalorizar las pensiones por debajo de la inflación, prolongar la vida laboral (64 años en Francia en 2030, frente a los 67 años en Alemania a partir de 2031 y en el Reino Unido a partir de 2028), o replantear la arquitectura misma del sistema desarrollando un verdadero pilar de capitalización, siguiendo el modelo suizo. Ninguna de estas opciones está exenta de costes, pero probablemente la inacción sea la más costosa de todas.

Al mismo tiempo, el crecimiento sigue siendo débil y el sistema político parece a menudo paralizado por la ausencia de soluciones suficientemente creíbles y aceptables para salir de manera duradera de esta trayectoria.

A pesar de varias reformas recientes, el desempleo sigue teniendo un componente estructural, el mercado laboral continúa siendo relativamente rígido y la evolución de los déficits públicos se mantiene entre las más preocupantes del mundo desarrollado. La demografía, que durante mucho tiempo fue más favorable que en el resto de la Unión Europea gracias a una activa política familiar, también se está deteriorando. La desaceleración de la natalidad y el envejecimiento de la población debilitan progresivamente la relación entre trabajadores y jubilados, ejerciendo una presión creciente sobre las finanzas sociales. Se avecinan importantes decisiones políticas que confieren una relevancia particular a las elecciones presidenciales de 2027.

Estados Unidos

El nivel de endeudamiento de Estados Unidos es especialmente elevado y puede parecer preocupante. No obstante, el país dispone de importantes ventajas estructurales. Su crecimiento sigue siendo superior al de la mayoría de las economías desarrolladas gracias a una demografía relativamente más favorable, un mercado laboral flexible, una extraordinaria capacidad de innovación y un liderazgo tecnológico difícilmente comparable.

Desde una perspectiva política, el crecimiento sigue siendo la forma más sencilla de salir de una situación de sobreendeudamiento. Los sucesivos presidentes se han apoyado en él para financiar simultáneamente el gasto social, las inversiones estratégicas y el gasto militar. En este contexto, el liderazgo tecnológico se ha convertido para Estados Unidos en una cuestión casi existencial.

A medida que la desindustrialización transforma la economía estadounidense y ciertos sectores tradicionales dejan de generar el crecimiento necesario, la tecnología ocupa una posición cada vez más central en el modelo económico del país. Desde esta perspectiva, resulta más fácil comprender la intensidad de la rivalidad entre Estados Unidos y China en ámbitos como la inteligencia artificial, los semiconductores, las plataformas digitales y las tecnologías críticas.

Estados Unidos también se beneficia del privilegio del dólar. Este sigue siendo la principal moneda de reserva mundial, la principal moneda de transacción internacional y un activo refugio. Mientras esta situación se mantenga, Estados Unidos conservará una capacidad de endeudamiento excepcional.

Los inversores no compran deuda estadounidense únicamente porque confían en la solidez fiscal del país; también lo hacen porque actualmente no existe ninguna alternativa que ofrezca una profundidad de mercado, una liquidez y un marco jurídico comparables.

Sin embargo, esto no significa que Estados Unidos pueda desafiar indefinidamente las leyes fundamentales de las finanzas públicas. Su margen de maniobra es mayor que el de otros países, especialmente en materia de ingresos fiscales (30 % del PIB frente al 52 % en Francia o al 38 % en el Reino Unido), pero no es ilimitado.

Suiza

Suiza constituye una excepción notable en el panorama mundial. Gracias al freno al endeudamiento y a una cultura política profundamente comprometida con la prudencia presupuestaria, la deuda pública se mantiene en torno al 30 % del PIB. Como resultado, el país cuenta con uno de los perfiles fiscales más sólidos del mundo desarrollado.

Suiza también dispone de importantes fortalezas estructurales: un mercado laboral flexible, una reconocida disciplina fiscal, instituciones estables, una elevada competitividad y recurrentes superávits exteriores. Es, además, uno de los pocos países de la OCDE cuya economía ha crecido más rápidamente que su endeudamiento público, aunque el crecimiento siga siendo moderado, gracias al respeto del freno al endeudamiento desde 2003.

Paradójicamente, en caso de una crisis de deuda que afectara a varias grandes economías, Suiza podría convertirse en víctima de su propio estatus de refugio seguro. Una entrada masiva de capitales en el franco suizo provocaría probablemente una apreciación de la moneda, perjudicando a las exportaciones, la industria y el turismo.

El papel de los bancos centrales

Una diferencia fundamental entre las grandes crisis históricas de endeudamiento y la situación actual reside en el papel de los bancos centrales. Por primera vez en la historia moderna, estos disponen de una capacidad considerable para comprar la deuda de sus propios Estados, mantener los tipos de interés bajo control y garantizar la liquidez del sistema financiero.

A ello se suma la capacidad de los Estados para reaccionar de manera coordinada con el fin de evitar una crisis sistémica. Pudimos observarlo claramente durante la crisis financiera de 2008.

Esta evolución ha reducido significativamente el riesgo de una crisis de financiación abrupta, pero no ha eliminado el problema. Simplemente ha desplazado su naturaleza. El riesgo ya no es únicamente el de un impago explícito, sino también el de una depreciación monetaria, una inflación más elevada o una pérdida gradual de confianza en el valor real de los títulos de deuda pública.

¿Qué soluciones podrían perfilarse?

El sobreendeudamiento de numerosos países desarrollados constituye, sin duda, uno de los mayores desafíos a los que deberán enfrentarse nuestras economías en los próximos años. Como hemos visto, se debe en gran medida al crecimiento de gastos estructurales, como las pensiones, la sanidad, la protección social, la defensa o la transición energética, que resultan políticamente difíciles de reducir.

El problema es, por ende, tanto político como económico: todos comprenden la necesidad de un reequilibrio, pero muy pocos actores están dispuestos a asumir el coste electoral que ello implica.

Esta dificultad se ve agravada por el auge de partidos y figuras populistas, tanto de derechas como de izquierdas, que a menudo prosperan gracias al rechazo de las restricciones presupuestarias. Sin embargo, una reducción duradera del gasto público exige precisamente lo contrario: continuidad, pedagogía y capacidad para arbitrar entre prioridades colectivas que compiten entre sí.

En este contexto, es probable que los ajustes sigan aplazándose mientras los mercados continúen aceptando financiar los déficits públicos.

A corto plazo, por tanto, no sería sorprendente que países como Francia o el Reino Unido optaran por resolver parte del problema mediante un aumento de la presión fiscal. Esta vía resulta políticamente más sencilla que una reducción frontal del gasto público, pero entraña un riesgo evidente: debilitar aún más el potencial de crecimiento, cuando precisamente el crecimiento sigue siendo la forma menos dolorosa de estabilizar un nivel elevado de endeudamiento. El dilema es, por tanto, considerable: aumentar los impuestos puede tranquilizar temporalmente a los mercados, pero también puede reducir la capacidad de la economía para absorber la deuda a largo plazo.

Otra posible salida reside en una forma más o menos explícita de represión financiera: mantener, cuando sea posible, unos tipos de interés nominales inferiores al crecimiento nominal de la economía para erosionar progresivamente el valor real de la deuda. Esta estrategia ya desempeñó un papel importante tras la Segunda Guerra Mundial y durante la crisis financiera de 2008.

Otra evolución posible consiste en una progresiva «domesticación» de la deuda pública. Japón constituye el ejemplo más avanzado de este modelo: una parte considerable de su deuda está en manos, directa o indirectamente, de actores nacionales, entre ellos el banco central, los fondos de pensiones, las compañías de seguros y diversas instituciones financieras nacionales. Esta configuración reduce la dependencia de los inversores extranjeros y limita el riesgo de una crisis repentina de financiación. A cambio, refuerza la interdependencia entre el Estado, el sistema financiero y el ahorro nacional, al tiempo que reduce progresivamente el papel disciplinador de los mercados.

La historia reciente sugiere que los gobiernos suelen esperar hasta que una situación se vuelva casi insostenible antes de adoptar medidas de saneamiento verdaderamente restrictivas. La crisis de la deuda soberana europea, que afectó especialmente a Portugal, Irlanda, Grecia, España e Italia, constituye una clara ilustración de ello. Cuando desaparece la confianza de los mercados, el ajuste deja de ser una elección para convertirse en una imposición. En ese momento, instituciones como el Fondo Monetario Internacional, la Comisión Europea, el Banco Central Europeo o el Mecanismo Europeo de Estabilidad pueden supeditar su apoyo a profundas reformas fiscales, sociales y estructurales.

¿Cómo supervisar de forma proactiva la tolerancia al riesgo de los mercados?

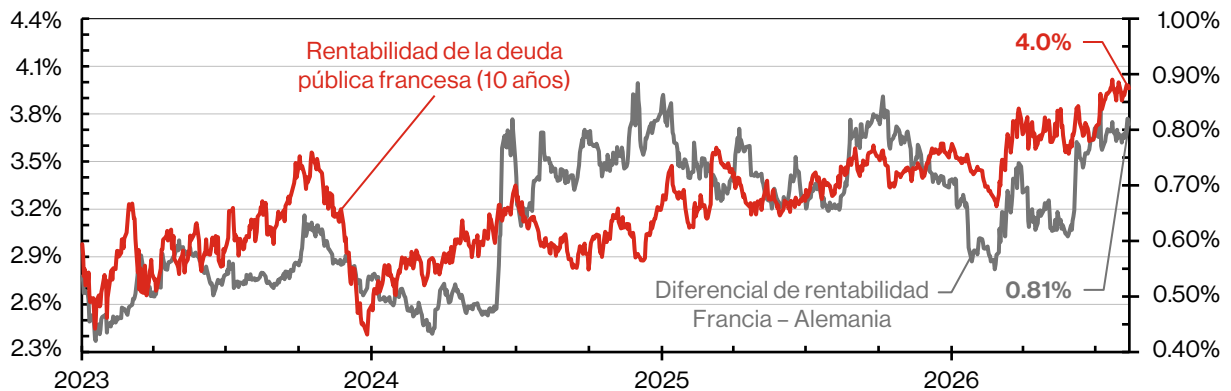
La sanción vendrá de los mercados.

Dentro de la zona euro, el diferencial de rendimiento («spread») entre los bonos soberanos de los países analizados y los de Alemania, considerada la referencia en materia de solidez presupuestaria dentro de la unión monetaria, es el indicador clave que debe observarse. Los episodios de ampliación de los diferenciales durante periodos de tensión política en Francia o Italia lo ilustran claramente. Cuanto mayor es el diferencial, mayor es la prima de riesgo exigida por los inversores para mantener la deuda del país en cuestión. No se trata únicamente de una señal financiera; también constituye un indicador de la credibilidad fiscal percibida por los mercados.

En el caso de un país que dispone de su propio banco central y de su propia moneda, las tensiones suelen hacerse visibles a través de un aumento de los tipos de interés soberanos a largo plazo acompañado de una depreciación de la divisa, como ocurrió durante el breve gobierno de Liz Truss en el Reino Unido en el otoño de 2022.

Francia

Rentabilidad de la deuda pública a 10 años y diferencial con Alemania



Fuente: Bloomberg

Otro indicador relevante es la volatilidad de los mercados de deuda soberana. Un aumento de esta volatilidad refleja una mayor inquietud de los inversores, una menor visibilidad sobre la evolución de las finanzas públicas o una mayor incertidumbre acerca de las futuras actuaciones de los bancos centrales. Combinados, los diferenciales de rentabilidad y la volatilidad permiten medir no solo el nivel de riesgo percibido, sino también la rapidez con la que puede deteriorarse la confianza.

Identificar indicadores adelantados fiables resulta especialmente difícil, ya que los inversores se han acostumbrado progresivamente a niveles de endeudamiento que habrían parecido excesivos hace apenas unas décadas. Además, la abundante liquidez creada por los bancos centrales desde la crisis financiera de 2008, junto con la acumulación mundial de ahorro, ha incrementado considerablemente el volumen de capital disponible para invertir. En un entorno en el que los activos líquidos, seguros y de gran tamaño siguen siendo relativamente escasos, los bonos soberanos de las principales economías continúan ocupando una posición central. Esta situación puede retrasar la aparición de tensiones, sin eliminar por ello los desequilibrios subyacentes.

Conclusión

Históricamente, los Estados rara vez han logrado salir de una situación de sobreendeudamiento mediante el reembolso íntegro de su deuda. Por lo general, lo han conseguido gracias a una combinación de crecimiento económico, inflación, represión financiera, ampliación de los vencimientos o, en algunos casos, reestructuraciones.

La verdadera cuestión quizá no sea el nivel absoluto de la deuda, sino la capacidad de las economías para crecer de forma sostenida a un ritmo superior al de su endeudamiento. La historia demuestra que niveles muy elevados de deuda pueden mantenerse durante largos periodos. Sin embargo, cuando coinciden un crecimiento débil, una demografía desfavorable y déficits persistentes, el margen de maniobra acaba reduciéndose inevitablemente.

Por mi parte, estoy convencido de que difícilmente podremos evitar una crisis de deuda soberana y de que esta tendrá importantes repercusiones tanto en los mercados de renta variable como en los de renta fija.

La cuestión no es tanto si se producirá, sino cuándo. Se trata de una pregunta particularmente compleja, ya que nadie, y menos aún el ámbito político, tiene interés en que la situación actual llegue a su fin. Por ello, como ocurre con frecuencia a lo largo de la historia financiera, considero más probable la aparición de un detonante exógeno, ya sea económico, geopolítico o monetario.

Probablemente no tendremos la capacidad de preverlo. Pero cuando se produzca, será esencial actuar con rapidez.

La solución pasará entonces por una combinación de una inflación más elevada, una mayor presión fiscal, una intervención más intensa de los Estados y de los bancos centrales y, aunque políticamente resulte más difícil, un retorno a una mayor disciplina presupuestaria. Este último elemento será fundamental, pero probablemente generará importantes tensiones y reacciones sociales.



Grégoire Bordier
*Socio director sénior,
Bordier & Cie*