funcas
nota de prensa
REVISTA

Cuadernos de Información Económica | Papeles de Economía Española | Panorama Social | Papeles de Energía

Cuadernos de Información Económica es una revista de periodicidad bimestral editada por Funcas cuyo propósito es facilitar una información económica actualizada, concisa y de calidad. Ofrece los análisis de expertos sobre economía y finanzas españolas y sobre cuestiones internacionales.

CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA #315

El margen para responder al próximo shock de riesgo soberano se estrecha cada año

- **El mercado ha empezado a discriminar entre emisores soberanos por criterios de gobernanza fiscal, en un entorno en el que ya no existe un comprador institucional que amortigüe esa discriminación**
- **La deuda soberana ha pasado de amortiguador a fuente potencial de inestabilidad; los mercados han elevado su umbral de reacción ante las perturbaciones, pero no han reducido su vulnerabilidad**
- **La brecha competitiva europea frente a Estados Unidos no está en la eficiencia con la que las empresas emplean sus recursos, sino en su capacidad de ampliarlos: la productividad laboral de las sociedades no financieras estadounidenses creció un 56% desde 2000, frente al 20% de las europeas**
- **España ha ganado cuota en las exportaciones mundiales de servicios no turísticos, un 12% entre 2023 y 2025, pero desde 2025 sus costes laborales unitarios crecen por encima de los de la eurozona**

Madrid, 18/11/2026 | La sostenibilidad de la deuda pública ha dejado de ser un problema contable para convertirse en un problema de expectativas. Mientras el crecimiento nominal supere al coste medio de la deuda, la ratio desciende casi sola y cualquier nivel de endeudamiento parece sostenible. Cuando esa diferencia se estrecha, la sostenibilidad pasa a depender de que el mercado siga creyendo en ella. El último número de *Cuadernos de Información Económica*, que Funcas publica con el título "La deuda y sus dudas", examina los dos términos de esa diferencia. Por el lado del coste, unas condiciones de financiación que han cambiado de régimen tras la normalización de los tipos de interés y la retirada de los bancos centrales como compradores de deuda. Por el lado del crecimiento, una economía europea que ha dejado de acumular capital al ritmo de la estadounidense y una española que debe consolidar sus ganancias exteriores elevando la productividad por hora.

Francisco Rodríguez analiza los mecanismos que vinculan tipos de interés, expectativas y sostenibilidad de la deuda. Lo característico del otoño de 2026 no es el nivel de los tipos, sino su simultaneidad en

comunicación Funcas
Patricia Carmona | comunicacion@funcas.es | +34 619 329 695 | www.funcas.es | @funcases | company/funcas

economías con ciclos y bancos centrales distintos. El bono británico a 30 años superó el 6% por primera vez desde 1998, el estadounidense a 10 años alcanzó niveles no vistos desde 2002, el japonés a 10 años cruzó el 3% por primera vez desde 1996 y el francés a 10 años tocó máximos de 24 años, sin que mediara impago alguno ni crisis bancaria. Lo que subió fue la prima a plazo, la compensación exigida por asumir riesgo de duración, en un mercado del que se ha retirado el comprador que durante una década absorbió la oferta. El propio Banco de Inglaterra atribuye entre 20 y 30 puntos básicos del encarecimiento de los *gilts* a la reducción de su balance. El episodio francés obliga además a revisar la idea, instalada desde 2010, de que el riesgo soberano europeo es un problema de periferia. El bono francés a 10 años alcanzó el 5,14% el 22 de octubre, máximo desde julio de 2002, con un diferencial frente al bono alemán de unos 174 puntos básicos, por encima de los de Italia, España, Bélgica y Grecia. El mercado no está valorando solvencia, está valorando gobernanza fiscal.

La posición española es hoy la mejor de las grandes economías del euro, con un diferencial medio de 46 puntos básicos en 2026 frente a los 76 de Francia y los 78 de Italia, y una deuda de las Administraciones Públicas que bajó al 99,9% del PIB en julio, por debajo de las tres cifras por primera vez desde febrero de 2020. Pero el colchón se consume. El coste medio de la cartera viva ha subido casi 10 puntos básicos en cinco meses sin que haya habido una nueva subida de tipos oficiales, porque cada vencimiento sustituye deuda emitida en el régimen de tipos cero por deuda emitida al precio actual. Con una emisión bruta equivalente al 17% del PIB, el proceso tiene una cadencia anual previsible, y la AIReF cifra la factura de intereses acumulada entre 2026 y 2030 en torno a 261.000 millones de euros. A ello se añade que el 49,4% de la deuda está en manos de no residentes, una base inversora más amplia y profunda, pero también más sensible a comparaciones relativas. “La pregunta no es si la deuda española es sostenible, porque hoy lo es. La pregunta es qué margen quedará para responder al próximo shock cuando la carga financiera haya absorbido la parte del presupuesto que hoy permite responder”, afirma el autor.

José Manuel Amor y Adrián Fernández sitúan ese cambio en el comportamiento de los mercados financieros, que han elevado su umbral de reacción frente a las perturbaciones geopolíticas sin que ello implique que su vulnerabilidad haya disminuido. La normalización del riesgo, la adaptación de las economías y los amortiguadores públicos y privados moderan el impacto inicial de los shocks sobre beneficios y valoraciones, pero pueden trasladar esos costes hacia la inflación y las finanzas públicas. El cambio de régimen inflacionista, la mayor oferta de deuda soberana y el creciente papel de intermediarios apalancados en los mercados de deuda reducen la fiabilidad de los bonos como activo refugio. Para los autores, la deuda soberana ha pasado de amortiguador a fuente potencial de inestabilidad, con un mayor volumen de emisiones, una demanda más sensible al precio y una intermediación cuya liquidez puede ser condicional.

La otra mitad del problema es el crecimiento. Vicente Salas compara la evolución de las sociedades no financieras de la UE-27 y de Estados Unidos entre 2000 y 2025 y encuentra que la brecha no está donde suele buscarse. Los costes por unidad de trabajo han crecido más en las empresas estadounidenses,

un 130% frente al 100% de las europeas, pero su productividad laboral avanzó un 56% en el período, frente al 20% europeo, de modo que el coste laboral unitario acumula un incremento menor en Estados Unidos, del 47,5%, que en la UE-27, del 66,6%. La productividad total de los factores creció un 1% anual en las empresas estadounidenses y un 0,4% en las europeas. En la asignación eficiente de los recursos disponibles no se aprecian diferencias reseñables entre ambos colectivos empresariales, que responden de forma similar a los cambios en los precios relativos de los factores. Las diferencias aparecen en la inversión. La formación bruta de capital fijo de las sociedades estadounidenses supera en 2025 en un 80% la del año 2000, frente a un 40% en la UE-27, donde prácticamente no crece desde 2019. En términos netos, la inversión estadounidense supera en un 30% la de 2000 y la europea es un 30% inferior. La brecha competitiva europea se situaría, por tanto, menos en la eficiencia estática que en la dinámica de acumulación de capital y crecimiento de la productividad.

Miguel Ángel González Simón examina el caso español y encuentra una ganancia competitiva reciente concentrada en los servicios. Entre 2023 y 2025, los servicios no turísticos españoles incrementaron su cuota en las exportaciones mundiales un 12%, frente al descenso registrado por Francia, Italia y Alemania, y el retroceso español en bienes, del 3,6%, fue más contenido que el del resto. Esa mejoría ha coincidido con un desplazamiento de la inversión directa extranjera recibida hacia actividades intensivas en conocimiento, cuyo peso ha pasado del 18,3% en 2014-2016 al 35,6% en 2023-2025. El recorrido pendiente sigue siendo amplio, porque las exportaciones españolas de servicios no turísticos representan el 6,7% del PIB frente al 10,2% de Francia y el 9,3% de Alemania. El riesgo está en los costes. Desde 2025, los costes laborales unitarios crecen más en España que en la eurozona por el mayor avance de las remuneraciones nominales y el menor dinamismo de la productividad por hora, con un diferencial de inflación que alcanza 0,8 puntos porcentuales en el índice general y 1,0 en el subyacente. Consolidar la mejora exige ampliar las capacidades que explican las ganancias exteriores y elevar la productividad por hora, favoreciendo la reasignación de recursos hacia las empresas más productivas.

Este número de *Cuadernos de Información Económica* también incluye los artículos:

La recomposición del pasivo bancario en el nuevo ciclo de tipos
Ángel Berges, Laura Ciriza y María Rodríguez

La lógica geopolítica que subyace a la Unión de Ahorro e Inversión
Erik Jones

Deuda pública en los balances bancarios: rentabilidad vs riesgo
Joaquín Maudos

La banca española ante el reto de la inteligencia artificial y la plataformización
Pedro Cuadros-Solas, Francisco Rodríguez y Nuria Suárez