

El lobo de la deuda ya no es una fábula

Durante años, hablar de deuda pública en España y en buena parte de Europa ha tenido algo de la fábula de Pedro y el lobo. Se advertía de que los déficits persistentes acabarían pasando factura, de que una deuda instalada en niveles muy elevados reduciría el margen ante la siguiente crisis y de que sus intereses terminarían compitiendo con otras prioridades. El tiempo pasaba, los mercados seguían financiando a los Estados, el Banco Central Europeo contenía las primas de riesgo y el crecimiento nominal hacía más llevaderas las ratios. De tantas advertencias que parecían no cumplirse, nació una conclusión peligrosa: quizá el lobo no venía. El problema de las fábulas es que, a veces, termina llegando.

No estamos ante una repetición de la crisis soberana europea de 2010-2012, y plantearlo así llevaría a un diagnóstico equivocado. El riesgo actual es más gradual y, precisamente por eso, más fácil de aplazar. España mantiene una deuda pública en torno al 100 % del PIB. La ratio ha descendido desde los máximos de la pandemia, favorecida por el crecimiento real, la inflación y el aumento del PIB nominal, pero el volumen de deuda sigue creciendo y el coste de financiarlo empieza a cambiar la aritmética presupuestaria. Funcas estima que el pago por intereses aumentará casi un 50 % hasta 2030 y superará entonces los 60.000 millones de euros, a medida que se refinancia deuda emitida a tipos mucho más bajos. No es una cifra que anuncie por sí sola una crisis, pero sí una que convierte en muy concreto lo que durante años parecía abstracto: una parte creciente del presupuesto tendrá que remunerar decisiones ya tomadas antes de poder financiar las nuevas.

La deuda, por supuesto, no es un mal en sí misma. Permite repartir en el tiempo el coste de una recesión excepcional, una pandemia, una guerra o una inversión que beneficiará también a quienes la pagarán mañana. El problema aparece cuando deja de ser un instrumento para absorber perturbaciones o financiar activos duraderos y se convierte en la forma ordinaria de cerrar presupuestos incluso en fases de crecimiento. Entonces cambia también su dimensión intergeneracional. Los gobiernos futuros reciben menos margen para decidir y las generaciones siguientes heredan no solo servicios e infraestructuras, sino obligaciones financieras contraídas antes de participar en esas decisiones. No se trata de convertir la deuda en un juicio moral, sino de reconocer una aritmética incómoda: lo que no se financia hoy con ingresos suficientes acaba financiándose mañana con más impuestos, menos gasto disponible o nueva deuda.

Ese es, probablemente, el coste más importante y menos visible: la pérdida de libertad fiscal antes de que llegue una crisis. El verdadero valor del margen presupuestario se aprecia cuando ocurre lo inesperado. Una recesión, una perturbación energética, una emergencia geopolítica o una nueva tensión financiera exigen capacidad para responder con rapidez. Si ese margen se ha consumido durante los años razonablemente buenos, la política fiscal entra en la siguiente perturbación con menos instrumentos y con una sensibilidad mucho mayor a la reacción de los mercados. El problema no es alcanzar una cifra mágica de deuda, sino llegar al próximo episodio adverso habiendo gastado de antemano buena parte de la capacidad de respuesta.

A ello se añade una dimensión financiera que ya no puede tratarse como un asunto separado de las cuentas públicas. Los bonos soberanos son el activo de referencia de los mercados, sirven como garantía en multitud de operaciones y ocupan un lugar central en los balances de bancos, fondos y otros intermediarios. El BIS ha llamado la atención este año sobre una conexión fiscal-financiera más compleja que la que conocimos en la crisis del euro: junto al vínculo tradicional entre bancos y deuda soberana, ha crecido el peso de intermediarios no bancarios y de estrategias apalancadas en esos mercados. Una revisión brusca de la sostenibilidad fiscal puede elevar las rentabilidades, hundir el precio de los bonos, deteriorar la liquidez y forzar ventas que amplifiquen el movimiento inicial. Una duda presupuestaria puede convertirse así en un endurecimiento de las condiciones financieras para empresas y hogares sin necesidad de que exista un problema de solvencia soberana.

Y esta dimensión ya no es teórica. En las últimas semanas, los mercados de deuda de algunas de las economías consideradas más seguras han vuelto a mostrar hasta qué punto la combinación de inflación, grandes necesidades de emisión y dudas fiscales puede alterar con rapidez el precio del dinero a largo plazo. El bono estadounidense a diez años ha vuelto a superar el 5 %; las rentabilidades de la deuda británica a largo plazo han alcanzado niveles no vistos desde finales de los noventa, y el bono japonés a diez años ha tocado máximos de tres décadas. Son economías y problemas muy distintos, y sería un error meterlos en el mismo saco. Pero el mensaje común es difícil de ignorar: los mercados no necesitan esperar a una suspensión de pagos para imponer disciplina. Pueden hacerlo mucho antes, a través de tipos más altos, mayor volatilidad y un coste de refinanciación que termina llegando al presupuesto y al resto de la economía.

Europa añade una dificultad propia. Al mismo tiempo que necesita preservar la sostenibilidad de sus finanzas públicas, afronta mayores necesidades de gasto en defensa, envejecimiento, energía, digitalización y transición productiva. Las nuevas reglas fiscales europeas intentan ordenar esa tensión, pero ninguna regla elimina el conflicto entre prioridades. Cada país tendrá que decidir qué parte del ajuste descansa en ingresos, qué parte en gasto, cuánto puede ganar mediante crecimiento y productividad y qué inversiones justifican un esfuerzo común europeo. Son opciones políticas diferentes, con efectos distributivos distintos, sobre las que no existe una respuesta única. Lo que sí impone la aritmética de la deuda es que esas decisiones no pueden aplazarse indefinidamente: cuanto más tarde se define una trayectoria creíble, mayor es la parte del ajuste que termina decidiendo el coste de financiación en lugar del presupuesto.

El lobo, por tanto, no tiene la forma de una suspensión de pagos inminente ni exige imaginar una nueva crisis del euro. Llega de una manera menos espectacular: en intereses que desplazan otros usos del presupuesto, en menor capacidad para responder a la próxima perturbación, en decisiones difíciles que se dejan a otros gobiernos y en obligaciones que se trasladan a generaciones que no participaron en ellas. Y puede llegar también a través de mercados financieros capaces de multiplicar con rapidez un error fiscal. España conserva crecimiento, acceso holgado a la financiación y tiempo para gestionar el problema. Precisamente por eso, sería difícil justificar seguir aplazándolo. Haber oído tantas veces que el lobo venía no demuestra que el lobo no exista. Quizá la novedad es que ya no hace falta verlo correr hacia nosotros: empieza a bastar con mirar cuánto cuesta re-financiar el pasado y cuánto margen deja para decidir el futuro.