Sube el coste del endeudamiento

Hubo un tiempo, y no está lejos, en que la deuda pública europea se discutía siempre en futuro. Los informes advertían de trayectorias a diez años, los gobiernos prometían consolidaciones que empezaban invariablemente el ejercicio siguiente y los mercados cobraban por todo ello una prima muy reducida. El otoño de 2026 ha roto esa comodidad. No ha habido impago, ni rescate, ni ruptura del euro. Ha ocurrido algo más prosaico. Los acreedores han empezado a poner precio a la capacidad de decidir. El episodio francés es el laboratorio. El 22 de octubre el bono galo a diez años alcanzó el 5,14 %, su nivel más alto desde julio de 2002, y el diferencial con el Bund superó los 170 puntos básicos, máximos desde noviembre de 2011. Al día siguiente, Moody's renunció a la rebaja que el mercado daba por descontada y mantuvo la Aa3 con perspectiva negativa, apoyándose en un supuesto que conviene leer despacio, el de que se apruebe un presupuesto para 2027 que reduzca el déficit. Standard & Poor's y Fitch ya habían actuado antes. El resultado es una anomalía que merece subrayarse. Francia se financia hoy más caro que Italia. La geografía del riesgo soberano, que durante una década tuvo la forma de un mapa del sur de Europa, se ha redibujado sin que mediara una sola quiebra.

El telón de fondo monetario ha cambiado de signo. El BCE subió tipos en junio y en septiembre hasta dejar la facilidad de depósito en el 2,50 %, y el 29 de octubre optó por la pausa con una inflación del 3,8 % en la zona del euro, la más alta en tres años, empujada por la energía y por un Brent que ha superado los cien dólares. Los vencimientos se refinancian ahora sobre una curva que vuelve a inclinarse. El fenómeno excede a Europa: el tramo largo estadounidense se mueve en el entorno del 5,3 % a treinta años. Ha vuelto a existir una prima por plazo y, con ella, la vieja aritmética en la que el tipo medio de la deuda compite con el crecimiento nominal en lugar de rendirse mansamente ante él. Hay además un cambio del lado de la demanda que se menciona poco. Durante años, el comprador menos sensible al precio de la deuda europea fue el propio Eurosistema. Ese comprador se ha retirado y el papel ha vuelto a manos privadas, que lo valoran con criterios de cartera y no de política monetaria. Cuando la oferta crece por el déficit y la demanda pierde a su tenedor más indiferente, el ajuste se produce donde siempre, en el tipo.

España ofrece el contraste más instructivo, porque en ella conviven dos realidades enfrentadas. La primera es la de la ratio. La deuda de las administraciones públicas se situó en agosto en el 99,7 % del PIB, con 1,75 billones de euros de saldo, y el Banco de España proyecta un 98,5 % para el cierre de 2026 y un 96,2 % para 2027. La prima de riesgo se mueve entre sesenta y setenta puntos básicos, muy por debajo de la francesa y de la italiana. La segunda es la de la factura. Funcas estima que el pago de intereses pasará de 43.500 millones de euros en 2026 a 63.700 millones en 2031, un 46 % más, sin necesidad de emitir un solo euro adicional de deuda neta. La elevada vida media de la cartera, que tanto se celebra, no cancela ese ajuste. Lo reparte. Cada ejercicio una capa de deuda barata se sustituye por otra cara, y el crecimiento del PIB nominal embellece la ratio mientras el servicio de la deuda devora margen presupuestario. La ratio mide lo que ya ocurrió. La carga de intereses anuncia lo que va a ocurrir. Esa factura no se

queda en el Tesoro. Vuelve por el camino más corto a los balances bancarios. La cartera de deuda soberana ha sido durante un tiempo una fuente cómoda de margen y empieza a ser también una exposición a duración en un entorno que ya no coopera. Al mismo tiempo, la estructura de financiación de las entidades se recompone, con un pasivo minorista que se reprecia despacio y una apelación mayorista que encarece. El viejo nexo soberano-bancario regresa con otro rostro, más contable que dramático, y por eso mismo más fácil de subestimar.

Queda la única variable capaz de mejorar una ratio de deuda sin pedir sacrificios, que es el crecimiento. Y ahí el diagnóstico europeo lleva años escrito sin terminar de traducirse en política económica. La brecha con Estados Unidos se explica por la productividad, por el tamaño de las empresas y por la velocidad con la que la tecnología se difunde desde la frontera hasta el tejido ordinario. La inteligencia artificial es hoy el caso más nítido de esa difusión, y el sector bancario uno de sus laboratorios más avanzados. Que el mismo sector que sostiene buena parte de la deuda soberana sea también de los que adoptan tecnología más deprisa ofrece una pista nada menor sobre dónde puede ganarse el crecimiento que la aritmética fiscal necesita.

El mensaje que Francia ha enviado este otoño carece de color político. Moody's ha situado en el centro de su valoración la capacidad del Parlamento para superar la fragmentación y aprobar cuentas. Los inversores han dejado de discriminar entre norte y sur, entre virtuosos y manirrotos, y han empezado a discriminar entre países que pueden aprobar un presupuesto y países que no. La duda no recae sobre la capacidad de pago, que en la zona del euro sigue siendo elevada y está respaldada por instituciones que han demostrado saber actuar. Recae sobre la capacidad de decidir. Una deuda se vuelve insostenible mucho antes de que falten compradores. Basta con que el comprador deje de creer que alguien, en algún momento, va a decidir.