01

Francisco Rodríguez Fernández
Universidad de Granada y Funcas



Tipos, bonos soberanos y sostenibilidad: la profecía empieza a cotizar

Las tensiones simultáneas en los mercados de deuda soberana durante 2026 revelan un cambio estructural en las condiciones de financiación de los Estados. La normalización de los tipos de interés, la retirada de los bancos centrales como compradores y el deterioro de las perspectivas fiscales han incrementado la sensibilidad de los mercados al riesgo soberano. Este artículo analiza los mecanismos que vinculan los tipos de interés, las expectativas y la sostenibilidad de la deuda, prestando especial atención a la eurozona y a España. Aunque España mantiene una posición comparativamente favorable, el encarecimiento progresivo de su deuda exige reforzar la credibilidad fiscal y preservar márgenes de respuesta futuros.

Introducción: de la advertencia al síntoma

Durante quince años se ha anunciado que el mercado de deuda soberana acabaría rompiéndose. El otoño de 2026 no ha traído esa ruptura, pero sí algo más que una advertencia, con episodios de tensión simultánea en los tramos largos de las cuatro mayores curvas soberanas del mundo desarrollado La diferencia importa. Una profecía recurrente se puede descontar, pero un síntoma, no. Entre septiembre y octubre de 2026, el bono británico a treinta años superó el 6 % por primera vez desde 1998, el estadounidense a diez años alcanzó niveles no vistos desde 2002, el japonés a diez años cruzó el 3 % por primera vez desde 1996 y el francés a diez años tocó máximos de veinticuatro años. Ninguno de esos movimientos respondió a una crisis bancaria, a un impago ni a un *shock* de demanda. Fueron motivados por dudas sobre la capacidad de los Estados para sostener sus trayectorias fiscales a los tipos que el mercado exige hoy.

El coste contable de ese cambio ya está estimado. Funcas, la AIReF y los servicios de estudios han cuantificado lo que la normalización de tipos añade a la factura de intereses en los próximos ejercicios, y no es necesario repetir aquí esos cálculos. El problema que plantea este artículo es más antiguo. Se trata de tratar de clarificar qué significa sostenibilidad cuando la posición financiera de partida es débil, el colchón fiscal global ha desaparecido y el comprador institucional que durante una década absorbió la oferta —el banco central— anda en retirada. La sostenibilidad de la deuda ha dejado de ser un problema contable para convertirse en un problema de expectativas autovalidadas. Mientras el crecimiento nominal supere al coste medio de la deuda, la ratio baja casi sola y se crea la ficción de que cualquier nivel de deuda parece sostenible. Cuando esa diferencia se estrecha, la sostenibilidad pasa a depender de que el mercado siga creyendo en ella, y, por tanto, en un problema reversible en plazos cortos.

A lo largo del artículo se tratan tres niveles distintos de esta problemática. Primero, la naturaleza sincronizada de las tensiones de 2026 y lo que revelan sobre la demanda estructural de deuda larga. Segundo, el mecanismo económico que convierte una subida de tipos en un problema de

Cuadro 1

Rentabilidades soberanas en el episodio de septiembre-octubre de 2026

País (bono a 10 y 30 años)	Nivel alcanzado	Referencia histórica
Reino Unido, 30 años	6,03 %–6,05 % (1 y 8 de octubre de 2026)	Máximo desde enero de 1998
Reino Unido, 10 años	5,51 %–5,53 %	Máximo desde 2007
Estados Unidos, 10 años	5,34 % (1 de octubre de 2026)	Máximo desde 2002
Japón, 10 años	3,00 % (1 de septiembre de 2026)	Máximo desde septiembre de 1996
Francia, 10 años	5,14 % (22 de octubre de 2026)	Máximo desde julio de 2002
Alemania, 10 años	3,33 %–3,43 % (mediados de octubre)	—
España, 10 años	4,05 % (22 de octubre de 2026)	—

Fuentes: Datos de mercado recogidos por Reuters/LSEG vía Brussels Signal, Jiji Press, Infobae.

sostenibilidad, con especial atención al papel de la vida media de la deuda. Tercero, el caso español, donde la posición relativa es hoy favorable y precisamente por eso conviene examinar de qué depende.

El otoño de 2026: anatomía de una tensión sincronizada

Lo característico del episodio que se vive en otoño de 2026 no es el nivel de los tipos, sino su simultaneidad en economías con posiciones cíclicas y monetarias distintas. Reino Unido, Estados Unidos y Japón no comparten ciclo, banco central ni divisa. Comparten tramos largos vendidos a la vez.

Tres rasgos merecen especial atención. El primero es que la tensión se concentra en el tramo largo. El caso británico es ilustrativo porque el diferencial entre el bono a treinta y diez años se amplió, lo que descarta una relectura de la política monetaria a corto plazo como explicación única. Lo que subió fue la prima a plazo, es decir, la compensación exigida por asumir riesgo de duración.

La retirada del comprador es un cambio de régimen en la estructura de la demanda de deuda larga

El segundo es que el detonante fue fiscal, no monetario. En Japón, la venta siguió a unas peticiones presupuestarias para el ejercicio 2027 cercanas a los 143 billones de yenes. En Reino Unido, se produjo en las semanas previas al Presupuesto del 28 de octubre, con el Banco de Inglaterra comprando 19.300 millones de libras en *gilts* entre el 28 de septiembre y el 14 de octubre para restablecer el funcionamiento ordenado del mercado.

El tercer rasgo es, probablemente, el más revelador. El propio Banco de Inglaterra atribuye entre 20 y 30 puntos básicos de la subida a su programa de reducción de balance. La retirada del comprador es un cambio de régimen en la estructura de la demanda de deuda larga.

El contexto agregado lo ha documentado el Fondo Monetario Internacional en su *Monitor Fiscal* de octubre de 2026. La deuda pública mundial alcanzó el 94 % del PIB en 2025 y se proyecta que supere el 100 % en 2029, el nivel más alto desde 1948. El pago de intereses ha pasado de en torno al 2 % a casi el 3 % del PIB mundial en cuatro años, y el colchón fiscal global ha caído desde más del 1 % del PIB hace una década hasta aproximadamente cero.

El mecanismo: por qué los tipos aprietan ahora y no antes

La dinámica de la deuda es conocida y conviene enunciarla sin adornos, porque de su interpretación depende todo lo demás:

$$\Delta b_t = (i_t - g_t) b_{t-1} - pb_t$$

donde b es la ratio de deuda sobre el PIB, i el tipo de interés implícito de la deuda viva, g el crecimiento nominal y pb el saldo primario. El término $(i–g)$ es el que ordena el problema. Mientras es negativo, la ratio desciende, aunque el saldo primario sea deficitario, y la deuda se autoliquida parcialmente. Cuando se acerca a cero o lo cruza, aparece el efecto "bola de nieve" sobre el que ha advertido la AIReF por el que la deuda crece por el mero hecho de existir. Aquí está la clave analítica del momento actual. El tipo relevante en esa expresión no es el de mercado, sino el implícito de la cartera viva, y ambos convergen con un retardo que depende de la

vida media de la deuda. Esa vida media funciona como un amortiguador y, a la vez, como un calendario.

Como amortiguador, explica por qué la subida de tipos iniciada en 2022 todavía no ha producido el ajuste esperado. Con una vida media cercana a ocho años, apenas una octava parte de la cartera se refinancia cada ejercicio, de modo que el tipo medio se mueve lentamente hacia los niveles de emisión. Durante varios años, la inflación elevó el denominador de la ratio mientras el numerador seguía financiándose a tipos antiguos. Fue una combinación extraordinariamente favorable y es la que se está agotando. Como calendario, implica que el ajuste está diferido, no cancelado. Cada vencimiento sustituye deuda emitida en el régimen de tipos cero por deuda emitida en el régimen actual. El resultado es un deterioro gradual y mecánico del coste medio que no requiere ninguna nueva subida de tipos para materializarse: basta con que los tipos actuales se mantengan.

A esto se añade un tercer elemento, menos discutido y probablemente más importante. Entre 2015 y 2022, los programas de compras convirtieron a los bancos centrales en tenedores de una fracción sustancial de la deuda soberana europea. Ese comprador no era sensible al precio ni al riesgo de crédito, y su presencia comprimió artificialmente la prima a plazo. Su retirada no solo elimina una demanda, sino que devuelve la fijación de precios a inversores que sí exigen compensación por duración y por riesgo fiscal. La consecuencia es que la sensibilidad de los tipos largos a las noticias fiscales ha aumentado. Lo que antes se absorbía en el balance de un banco central ahora se traduce en precio. Esto explica por qué un presupuesto nacional puede mover hoy la curva treinta años en una magnitud que habría sido impensable en 2019, y por qué las tensiones son sincronizadas. Los emisores soberanos compiten por el mismo capital global y el mismo apetito limitado por duración.

La eurozona: cuando el riesgo deja de ser periférico

El episodio francés obliga a revisar una categoría analítica que la crisis de 2010-2012 dejó instalada. Durante quince años, el riesgo soberano europeo se pensó como un problema de periferia. En particular, de países con deuda elevada, crecimiento bajo e instituciones percibidas como frágiles. Francia no encaja en esa descripción y, sin embargo, es hoy el emisor que el mercado castiga. El bono francés a diez años alcanzó el 5,14 % el 22 de octubre de 2026, su nivel más alto desde julio de 2002, con un diferencial frente al *Bund* en torno a 174 puntos básicos, el mayor desde noviembre de 2011. Ese diferencial se situó por encima de los de Italia, España, Bélgica y Grecia. La jerarquía de riesgo que se dio por estable durante una década se ha reordenado.

Francia lleva años en el punto de mira de la Comisión por la trayectoria de sus cuentas. El instrumento que debería desactivar el riesgo sistémico resulta de aplicación dudosa precisamente en el caso que podría generarlo

Las magnitudes fiscales explican el movimiento. Francia prevé un déficit en torno al 5,6 % del PIB en 2026 y una emisión récord de 340.000 millones de euros el próximo ejercicio. Su gasto en intereses rondará los 80.000 millones este año y unos 91.000 el siguiente, por encima del presupuesto de educación. El Fondo Monetario Internacional proyecta que su deuda se aproxime al 130 % del PIB a final de la década, frente al 113 % de 2024. Lo relevante no es el nivel de deuda, que Italia

supera, sino la combinación de trayectoria ascendente, bloqueo presupuestario e incertidumbre sobre la capacidad de cualquier gobierno para aprobar un ajuste. El mercado no está valorando la solvencia, está valorando la gobernanza fiscal.

Esto plantea una cuestión incómoda sobre el escudo del BCE. El Instrumento de Protección de la Transmisión está diseñado para contener ampliaciones de diferenciales injustificadas por fundamentos, y su activación exige que el país cumpla el marco fiscal europeo. Francia lleva años en el punto de mira de la Comisión por la trayectoria de sus cuentas. El instrumento que debería desactivar el riesgo sistémico resulta de aplicación dudosa precisamente en el caso que podría generarlo. Ahí reside la fragilidad institucional de la eurozona en 2026. La protección frente a dinámicas autovalidadas es condicional, y la condicionalidad es más exigente cuanto peor es la situación fiscal, es decir, cuanto más se necesita la protección. No es un defecto de diseño trivial: es la expresión del conflicto no resuelto entre evitar el riesgo moral y evitar la fragmentación.

Conviene, en todo caso, no sobreinterpretar. Volver a diferenciales de 2011 no significa reproducir aquella crisis. No hay hoy duda sobre la permanencia del euro, los bancos están mucho mejor capitalizados y existe un prestamista de última instancia con instrumentos explícitos. La diferencia con 2011 es sustantiva. Pero la dirección del movimiento, y sobre todo su velocidad, son el dato que debe registrarse.

España: el colchón y el reloj

La posición española es hoy la mejor de las grandes economías del euro, y conviene decirlo con claridad antes de examinar de qué depende. El diferencial frente al *Bund* promedia 46 puntos básicos en 2026, frente a los 76 de Francia y los 78 de Italia, según registros del Tesoro Público.

Cuadro 2

España: condiciones de financiación y carga financiera

Indicador	Dato	Referencia
Deuda AA. PP.	99,9 % del PIB (julio de 2026)	101,6 % en el primer trimestre
Coste medio de la cartera viva	2,318 % (enero) y 2,415 % (mayo de 2026)	Mínimo histórico: 1,64 % en 2021
Vida media de la deuda del Estado	7,83 años (enero) y 7,98 años (mayo)	-
Coste medio de la nueva emisión	2,70 % en 2025	Por encima del coste medio de la cartera
Emisión bruta prevista 2026	Aprox. 285.000 millones de euros	Aprox.17 % del PIB
Emisión neta prevista 2026	55.000 millones de euros	-
Carga de intereses 2026	42.059 M€ (Gobierno) / 43.300 M€ (AIReF)	Aprox. 2,5% del PIB
Proyección AIReF 2027 / 2030	48.400 M€ / 60.600 M€	aprox. +50% sobre 2025
Tenencia de no residentes	49,4 % del total (marzo de 2026)	-

Fuentes: Tesoro Público y AIReF.

La deuda de las administraciones públicas se situó en el 99,9 % del PIB en julio, por debajo de las tres cifras por primera vez desde febrero de 2020.

Tres lecturas se desprenden del cuadro 2. La primera es que el colchón funciona, pero se consume. El coste medio de la cartera ha subido casi diez puntos básicos en cinco meses sin que haya habido una nueva subida de tipos oficiales. La deuda que vence se emitió a tipos inferiores a los actuales, de modo que cada vencimiento encarece la media. Con una emisión bruta equivalente al 17 % del PIB, el proceso tiene una cadencia anual previsible.

El 49,4 % de la deuda está en manos de no residentes, una proporción que ha crecido a medida que el Banco de España reducía su posición

La segunda es que la paradoja española está en el cociente. La ratio de deuda baja porque el PIB nominal crece más deprisa que el saldo vivo, pero el coste de esa deuda sube sobre el PIB. Los intereses se pagan en euros, no en puntos de ratio. La AIReF estima la factura acumulada entre 2026 y 2030 en torno a 261.000 millones de euros y advierte de que, con las políticas actuales, el aumento de la carga financiera impedirá que el déficit baje del 3 % en los próximos años.

La tercera es la que menos se discute. El 49,4 % de la deuda está en manos de no residentes, una proporción que ha crecido a medida que el Banco de España reducía su posición. Esa base inversora es más amplia y profunda, pero también más sensible a comparaciones relativas. La demanda por la deuda española es hoy excepcional porque España ofrece crecimiento superior al de sus socios con un diferencial contenido. Ese atractivo es relativo y, por tanto, reversible si cambia cualquiera de los dos términos. Un detalle reciente lo ilustra. Las letras del Tesoro a doce meses se colocaron por encima del 3 % en las subastas del 6 y el 13 de octubre de 2026, máximos de dos años. El tramo corto, que es el que responde con mayor rapidez, ya está incorporando el nuevo régimen.

Qué significa sostenibilidad cuando el margen es estrecho

La literatura sobre sostenibilidad de la deuda distingue entre solvencia y liquidez, pero esa distinción es menos nítida de lo que sugiere. Un Estado es solvente si el valor presente de sus superávits primarios futuros cubre su deuda. Como esos superávits son hipotéticos y el tipo de descuento depende de que el mercado crea en ellos, la solvencia incorpora una expectativa sobre sí misma. Ahí está el problema analítico de fondo. Si los inversores creen que la deuda es sostenible, exigen una prima baja, el coste se mantiene por debajo del crecimiento nominal y la deuda es efectivamente sostenible. Si dejan de creerlo, la prima sube, el coste supera al crecimiento y la deuda deja de serlo. Son dos equilibrios y la economía puede estar en cualquiera de ellos con los mismos fundamentos.

Esta no es una observación nueva. Lo que ha cambiado en 2026 es la distancia entre ambos equilibrios. Durante la década de tipos negativos, el margen era tan amplio que cualquier *shock* razonable dejaba la economía en el equilibrio bueno. Con un diferencial entre coste y crecimiento próximo a cero, un colchón fiscal global prácticamente agotado y bancos centrales retirados del mercado, el margen se ha estrechado. La fragilidad es ahora un estado ordinario, no un escenario adverso. De ahí se siguen dos implicaciones que merecen subrayarse.

La primera afecta a cómo se evalúa el riesgo. Mientras la sostenibilidad tuvo un margen amplio, bastaba con vigilar el nivel de deuda. Con márgenes estrechos, lo relevante es la sensibilidad: cuánto se deteriora la trayectoria ante una desviación de crecimiento, de tipos o de saldo primario. Un país con una deuda del 100 % del PIB y vida media larga está en mejor posición que uno con el 90 % y vencimientos concentrados. El indicador que importa no es el nivel, sino la derivada.

La segunda afecta a la política fiscal. En un régimen de margen estrecho, la credibilidad de la senda a medio plazo deja de ser un asunto retórico y se convierte en un activo financiero con valor mensurable. El caso francés lo demuestra por la vía negativa: lo que el mercado penaliza no es el *stock* de deuda, sino la ausencia de un mecanismo creíble para corregir su trayectoria. En España, la recomendación reiterada de la AIReF de presentar una estrategia fiscal a medio plazo y el proyecto de Presupuestos debe leerse en esa clave, y no como un formalismo procedimental.

Consideraciones finales

La profecía sobre la ruptura del mercado de deuda se ha repetido durante tanto tiempo que ha perdido capacidad informativa. Precisamente por eso conviene distinguir con precisión entre una advertencia y un síntoma. Lo ocurrido en 2026 no es una crisis de deuda soberana. No ha habido impagos, ni reestructuraciones, ni cierre de acceso a los mercados para ningún emisor desarrollado. Las subastas se han cubierto. La demanda por la deuda española sigue siendo sobresaliente.

Lo ocurrido es otra cosa. El mercado ha empezado a discriminar entre emisores soberanos por criterios de gobernanza fiscal, en un entorno donde ya no existe un comprador institucional que amortigüe esa discriminación. La prima a plazo ha vuelto a ser un precio con contenido informativo después de una década en la que fue, en buena medida, una variable administrada.

Para España, la conclusión no es tranquilizadora ni alarmista, requiere precaución. La vida media cercana a los ocho años proporciona un plazo de adaptación que pocos países tienen, y ese plazo es un activo real. Pero un plazo no es una solución: es tiempo prestado cuya utilidad depende enteramente de lo que se haga durante él. La carga de intereses crecerá alrededor de un 50 % hasta 2030 sin que medie ninguna decisión política y sin que suba un solo punto básico el tipo de intervención.

La pregunta pertinente, por tanto, 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.