

Una gran bola de deuda pública pone a prueba los mercados

Las economías desarrolladas rozan un nivel de pasivo propio de la Segunda Guerra Mundial

AMANDA MARS
Madrid

Lo que pasa con la deuda pública de los países y los mercados financieros donde se compra y se vende puede explicarse, en buena parte, a golpe de Tomahawk. Cada uno de estos misiles está valorado en unos dos millones de dólares en inventario, pero reponerlo cuesta ahora entre tres y 3,5 millones. Los Patriot, de cuatro a cinco millones. Cada día de guerra ha tenido un coste –solo directo– de 2.000 millones de dólares, según cálculos de la experta Linda Bilmes, de la Harvard Kennedy School, que estima el desembolso final en al menos un billón de dólares.

La factura llega después de años de estímulos públicos para contener las crisis derivadas de la pandemia y el choque energético por la invasión rusa de Ucrania, factores que han disparado la deuda pública de los países y que empuézan a probar las costuras de los mercados. La inflación y el precio de una guerra más larga de lo que los expertos calculaban –y que su propio impulsor, Donald Trump, esperaba– ha llevado el tipo de interés de la deuda pública de los países a niveles máximos, en algunos casos, de las últimas décadas. El tipo promedio del bono a 10 años para los países del G-7 (Estados Unidos, Japón, Alemania, Italia, el Reino Unido, Francia, Canadá e Italia) ya había alcanzado en mayo su nivel más alto desde 2004, según datos de Apollo Management, y nada ayuda a prever un cambio de tendencia.

Por una parte, por la citada inflación: los bonos suelen pagar un tipo de interés fijo a lo largo de su vigencia, y la parte principal al vencimiento, así que una subida del coste de la vida les resta atractivo, porque la ganancia ya no vale tanto como al principio. Por otra, porque las economías desarrolladas mantienen importantes niveles de déficit (del 7% de EE UU al 5% francés, por ejemplo) y eso obligará a seguir aumentando la emisión de títulos de deuda. Con entornos de crecimiento tan moderados, los inversores tienen argumentos para mostrar recelos y reclamar más intereses por entregar su dinero. El Fondo Monetario Internacional advirtió el pasado abril que la deuda pública mundial alcanzará el 100% con relación al producto interior bruto (PIB) en 2029, cinco puntos por



Una lancha motora en el estrecho de Ormuz, frente a Bandar Abbar (Irán), el jueves. A. KHORGHOOI (AP/LAPRESSE)

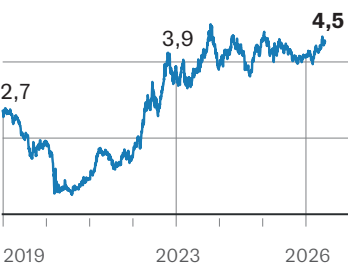
Rentabilidad de la deuda pública a 10 años de los países del G7 y España

En %

Reino Unido



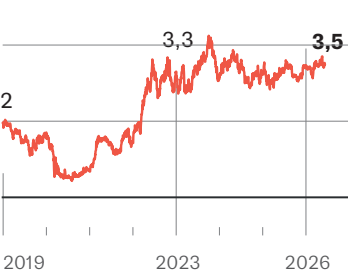
Estados Unidos



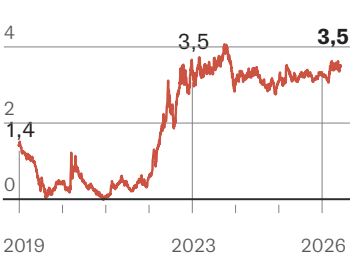
Francia



Canadá



España



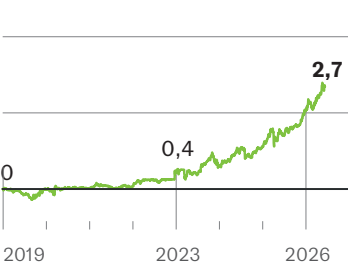
Japón



Alemania



Italia



Fuente: Bloomberg

EL PAÍS

encima de donde quedó el año pasado y un nivel que no se veía desde el final de la Segunda Guerra Mundial. En el caso de EE UU la deuda del Gobierno ya se encuentra en niveles de los años cuarenta, solo que con un nivel de intereses que casi lo duplica. Y el oro ha reemplazado a los bonos americanos como activo de reserva por excelencia, según un informe del Banco Central Europeo.

Las posibles subidas de tipos por parte de los bancos centrales, en su propósito de enfriar la economía y controlar esa inflación, también acaban encareciendo la deuda futura. El BCE resultó esta semana el primero del G-7 en apretar ese botón. Lo hizo por primera vez en tres años y tan solo un cuarto de punto, en un movimiento tan descontado que pasó sin pena ni gloria por los mercados, pero todos los vencimientos de deuda que ahora se renueven lo harán a tipos superiores.

Tanto el BCE como el FMI han lanzado advertencias sobre el elevado endeudamiento, y el Fondo, muy especialmente, ha pedido a los países que reconstruyan sus colchones fiscales. “Los estímulos públicos pueden ser de gran ayuda, pero necesitas poder contar con ellos. Y eso no está claro en muchos sitios, si ahora algunos países necesitasen desplegar ayudas por el 10% o 15% del PIB [como sucedió con la covid], no estoy seguro de que los mercados les siguieran”, advertía en enero Pierre-Olivier Gourinchas, consejero económico del FMI.

Ángel Talavera, economista jefe para Europa de Oxford Economics, llama a la calma. “Centrarse solamente en el nivel de deuda como medida de riesgo es un error, los pagos por intereses, por ejemplo, siguen siendo mucho menores en proporción al PIB de lo que era normal en los años noventa o 2000, y los bancos centrales ahora son mucho más activos a la hora de intervenir en situaciones de crisis con programas de compra de deuda, lo que limita los riesgos”, explica.

Déficits persistentes

Es un tono que se repite con Santiago Carbo, catedrático de Economía de CUNEF Universidad, experto en el sector financiero. “Japón lleva décadas con niveles de deuda en torno al 200% del PIB y no hay colapso. El problema consiste en la combinación de deuda con posibles incrementos de tipos de interés y un entorno de bajo crecimiento, como, por ejemplo, en Europa. Hay países con déficits primarios persistentes y, además, poco dinamismo en sus economías, que pueden no generar suficientes ingresos en un momento determinado y enfrentarse a vulnerabilidades”, señala.

Más que sobre el PIB, el temor se mide por el porcentaje de intereses que se pide para prestar el dinero. En los bonos a 10 años, el Reino Unido vivió un sobresalto monumental en 2022, cuando el Gobierno anunció un recorte de

impuestos tan peligroso para las cuentas públicas que los intereses exigidos por el mercado se duplicaron y se llevaron por delante a la primera ministra, Liz Truss. Ahora rozan el 5%, frente al 0,70% prepandemia. Alemania ha pasado de tipos negativos en 2019 al 3% actual; Francia, también del menos cero al 3,49%; al igual que Italia, ahora rondando el 2,7%.

Pese al ruido, las cifras actuales parecen una película de Disney comparadas con las de la gran crisis del euro. Entonces, España llegó a pagar un 7% de rentabilidad por sus bonos a 10 años, seis puntos porcentuales por encima de Alemania, lo que situaba la llamada prima de riesgo –el diferencial con el *bund* alemán, la referencia de la eurozona– en 600 puntos básicos. Hoy no llega a los 50. Después de seis años de *shocks* que parecían impensables –del apagón económico por la pandemia al conflicto de Oriente Próximo, pasando por la escalada inflacionaria y demás turbulencias–, ni ha habido recesión ni tormenta en los mercados de la deuda. Cristina Gavín, jefa de Renta Fija de

“Japón tiene un endeudamiento del 200% sin colapsar”, dice un experto

La rentabilidad media de los bonos a 10 años del G7 ha tocado su máximo de 20 años

Ibercaja Gestión, cree que el mercado sigue bebiendo de aquella poción mágica creada por Mario Draghi en 2012. “Se ha generado la confianza de que el banco central actuará si es necesario, que hará *whatever it takes* (todo lo que haga falta)”, afirma.

Con todo, la subida de tipos decidida esta semana en Fráncfort vino acompañada de un mensaje poco tranquilizador: “Se espera que [la inflación energética] se transmita en cierta medida a la inflación de los alimentos, los bienes y los servicios”, estimó el organismo, si bien el consenso de los analistas ve poco probable otro encarecimiento del precio del dinero antes de septiembre. Las miradas están atentas al tono del nuevo jefe de la Reserva Federal, Kevin Warsh, elegido por Trump entre intentos de coacción sobre el organismo para bajar los tipos.

Desde Washington, Joseph Gagnon, del Instituto Peterson de Economía Internacional, recalca que “existen límites al peso de la deuda sobre el PIB” de cualquier país, si bien esa ratio debe valorarse junto a factores como la demografía y otras fuerzas. “Los bancos centrales suben los tipos y los bajan para combatir la inflación y las recesiones y no tienen ningún límite. Los gobiernos han tendido a subir la ratio de deuda sobre PIB, ahí sí que hay un límite, pero está por ver cuál es”, zanja.