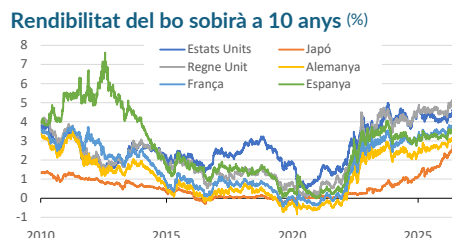


Què ens diu el repunt de les corbes de deute sobirà?

En dos minuts

- La rendibilitat del deute sobirà ha repuntat amb força en els darrers mesos i de forma generalitzada per trams i països, a partir de: (i) l'augment de la inflació; (ii) les pujades i expectatives de pujades del tipus rector per part dels bancs centrals; (iii) les majors emissions privades; i (iv) un creixent focus en la situació fiscal dels països.
- El repunt ha estat més marcat en els trams més curts, més afectats per la inflació i els bancs centrals amb el que, al contrari que en altres episodis recents de repunts del tipus d'interès, les corbes de deute sobirà han tendit a aplanar-se.
- La complexa situació política (paràlisis i ascens d'opcions populistes, entre d'altres) a un bon nombre de països dona pas a polítiques econòmiques subòptimes i heterodoxes. Alhora, l'oferta de deute públic i privat als mercats financers es preveu que romangui elevada en els propers trimestres.



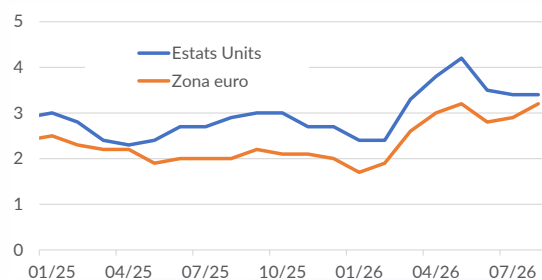
1. Augment de les rendibilitats del deute sobirà

Les rendibilitats del deute públic han repuntat amb força en els darrers mesos, donant continuïtat a la tendència iniciada després del Covid. Aquest augment ha estat multifactorial i és important tenir en compte, fins a data d'avui, el moviment ha estat relativament endreçat i, en certa manera, justificat pels fonamentals.

1.1. Tensions geopolítiques i inflació

Les tensions geopolítiques han contribuït a un augment dels preus energètics, tant del petroli com del gas natural, a més d'altres primeres matèries (fertilitzants, aliments i metalls industrials). Això, alhora, ha provocat un augment dels costos de producció i de la inflació (gràfic 1), tot i que, a l'episodi actual, les empreses han buscat assumir parcialment l'augment de costos mitjançant una reducció dels seus marges i que, per ara, no hi ha evidència clara d'efectes de segona ronda, és a dir, d'augmentos salarials.

Gràfic 1. Inflació als Estats Units i a la zona euro (%)



Font: Bloomberg.

El conflicte a l'Iran ha suposat el tancament parcial de l'estret d'Ormuz i ha portat el preu del cru a nivells molt més elevats que l'any passat, cosa que ha impulsat la inflació. A més a més, algunes de les vies de compensació de l'impacte del conflicte en el preu del petroli s'han anat esgotant: els inventaris de productes energètics estan en mínims i la ruta alternativa a través del Mar Roig (gràfic 2) s'està veient dificultat per atacs per part dels houthis del Iemen, aliats de l'Iran, tant a les infraestructures energètiques, com al trànsit marítim.

En el conflicte amb Rússia, Ucraïna ha adoptat des de finals del 2025 una estratègia d'atacs a infraestructures energètiques i de transport russes. Aquests atacs estan limitant la capacitat de Rússia de processar i exportar cru (gràfic 3), gas natural i cereals, incloent a través dels seus ports al Mar Negre¹. Atesa la importància dels dos països per als mercats energètics i agrícoles globals, aquest factor ha contribuït a limitar l'oferta i a impulsar el preu d'aquestes primeres matèries.

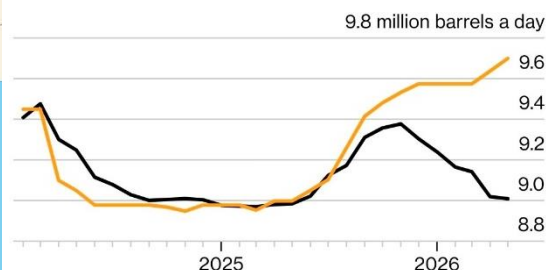
Gràfic 2. Conflicte a l'Orient Mitjà



Font: MarketWatch.

Gràfic 3. Producció de petroli de Rússia

(basat en fonts secundàries, compromís amb l' OPEP+)



Font: Bloomberg.

1.2. Augment de l'oferta: Sobirans i IA

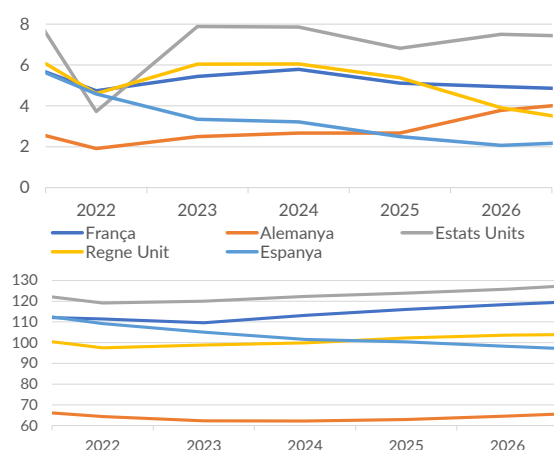
Els dèficits públics es mantenen elevats a la pràctica totalitat d'economies (gràfic 4, panell superior), en contextos marcats per: (i) la difícil governabilitat (p. ex. França, Regne Unit i Espanya); (ii) un biaix populista i polítiques econòmiques expansives (p. ex. Estats Units); i (iii) la fi de polítiques d'austeritat i l'adopció de reformes estructurals (p. ex. Alemanya). En tots els casos, l'expansió –o la manca de consolidació– fiscal és el resultat de processos polítics caracteritzats per fragilitat econòmica (agregada o percebuda per certs grups socials) i l'ascens d'opcions polítiques de caràcter populista a banda i banda de l'espectre polític. Amb tot, **el deute públic en relació amb el PIB es manté elevat i en una trajectòria ascendent a bona part dels països** (gràfic 4, panell inferior). En aquest sentit, Espanya suposa una excepció ja que la manca d'una majoria parlamentària ha limitat la capacitat legislativa del govern i ha forçat successives pròrrogues pressupostàries, cosa que, juntament amb la bona evolució econòmica, està permetent una reducció de les mètriques de deute respecte del PIB.

El deute privat ha estat augmentant en alguns sectors, tot i que partint de nivells reduïts i mantenint-se baixa a nivell agregat (gràfic 5). Especialment en els darrers trimestres, les grans empreses tecnològiques d'Estats Units han augmentat substancialment les seves emissions de deute per finançar la carrera per al desenvolupament de models d'IA i la instal·lació i expansió de grans centres de dades. Això s'ha traduït en un augment del deute empresarial del sector, especialment als Estats Units, que està competint amb el deute sobirà per a l'oferta de finançament² i que, com han destacat el BIS o el propi president de la Fed, està contribuint a l'augment de les rendibilitats de la renda fixa, incloent-hi les del deute sobirà. Malgrat la crida a una moderació del ritme de desenvolupament de la IA (*pace the frontier*) per part de les principals empreses nord-americanes de desenvolupament de models com Anthropic (models Claude) i OpenAI (models ChatGPT), la inversió en capex per part dels proveïdors de la infraestructura (els coneguts com a hiperescaladors) es mantindrà elevada el que suggereix que, en endavant, aquestes empreses seguiran buscant captar recursos als mercats financers.

¹ En sentit contrari, i en resposta a l'impacte sobre l'oferta de cru provocada pel conflicte amb l'Iran, els Estats Units van aixecar recentment les restriccions imposades al 2023 a Rússia sobre l'exportació de petroli.

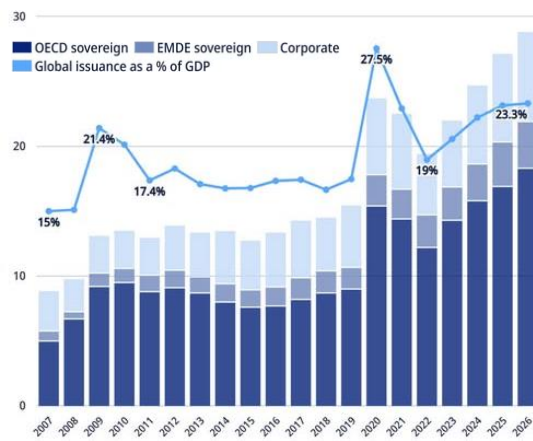
² Els economistes anomenen aquest efecte crowding out, terme que s'empra per descriure les situacions en que diverses possibles inversions competeixen per un estalvi limitat.

Gràfic 4. Dèficit fiscal (▲) i deute públic (▼)
(% del PIB; 2026: previsió)



Font: FMI.

Gràfic 5. Emissions de deute a nivell global
(bilions de dòlars i % del PIB mundial)



Font: OCDE.

1.3. Una estructura de mercat canviant

Els mercats financers en general, i els de renda fixa en particular, n'han perdut liquiditat i qualitat en els darrers anys a partir de: (i) la generalització d'estratègies algorísmiques que busquen seguir tendències o gestionar la seva volatilitat, de manera que, mecànicament, poden amplificar moviments inicials als mercats financers; i (ii) l'apogeu dels ETFs i altres estratègies de gestió passiva, que afavoreixen un augment de la concentració de les tinences. Ambdós factors contribueixen a l'ampliació de moviments inicials als mercats financers, fet que porta a un augment de la volatilitat i a una reducció de la liquiditat i de la seva qualitat, ja que desapareix precisament en moments d'aversion al risc, just quan seria més necessària.

Els mercats de renda fixa sobirana han registrat un canvi a la base compradora, per la retirada dels bancs centrals, on els programes de compra de deute públic (*quantitative easing*) han donat pas a estratègies de reducció del seu balanç (*quantitative tightening*) i una reducció de les compres dels gestors de reserves internacionals, que han optat per una diversificació a altre divises i actius (com ara l'or). Aquesta retirada d'inversors "institucionals" ha estat coberta per un rol més gran dels fons d'inversió, que tenen una sensibilitat més gran al preu de l'actiu, el que pot afavorir la generació de primes de risc i de primes a termini.

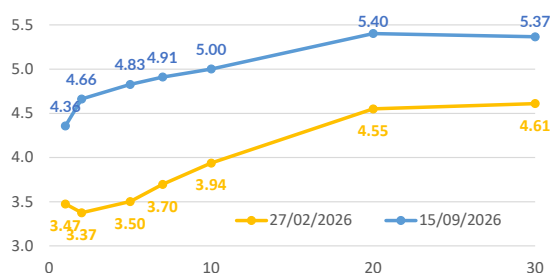
2. Anàlisi del repunt de les rendibilitats

Als Estats Units, el desplaçament a l'alça de la corba de tipus d'interès del deute sobirà dels darrers mesos dona continuïtat a la pujada de les rendibilitats que s'havia registrat en els darrers anys. Centrant l'atenció amb els moviments de la corba del deute sobirà d'Estats Units (gràfic 6) s'observa que: (i) destaca l'amplitud del moviment en tots els trams, de més de 100 punts bàsics en els terminis de deu anys i inferiors; (ii) els trams curts han repuntat amb força per l'augment de les expectatives d'inflació a curt termini provocats pel fort augment del preu del petroli; i (iii) els trams més llargs han vist augmentar la seva rendibilitat de manera notable, fins a màxims de diversos anys. Un moviment similar ha tingut lloc, encara que de manera menys marcada, en altres corbes de deute sobirà com l'alemanya (gràfic 7).

En comparació amb altres episodis d'augment de les rendibilitats sobiranes que s'han donat sota Trump, el moviment actual destaca per la seva amplitud i per haver suposat un aplanament de la corba. Per exemple, en els dies posteriors al Liberation Day (el gran anunci d'aranzels per part de Trump), la corba de tipus d'interès dels Estats Units també va repuntar, encara que de forma més marcada als trams més llargs que als trams curts. En aquella ocasió, un dels factors que va

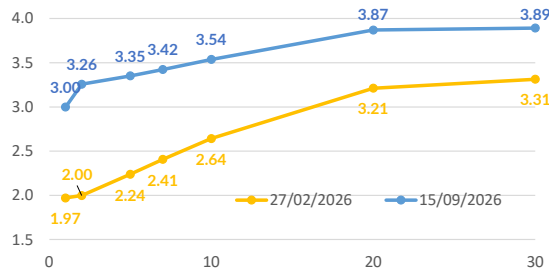
contribuir a l'augment de tipus va ser la reducció de les tinences de deute del Tresor dels Estats Units per part d'inversions internacionals, incloent-hi gestors de reserves públiques.

Gràfic 6. Corba de deute sobirà dels Estats Units (%)



Font: Bloomberg.

Gràfic 7. Corba de deute sobirà d'Alemanya (%)

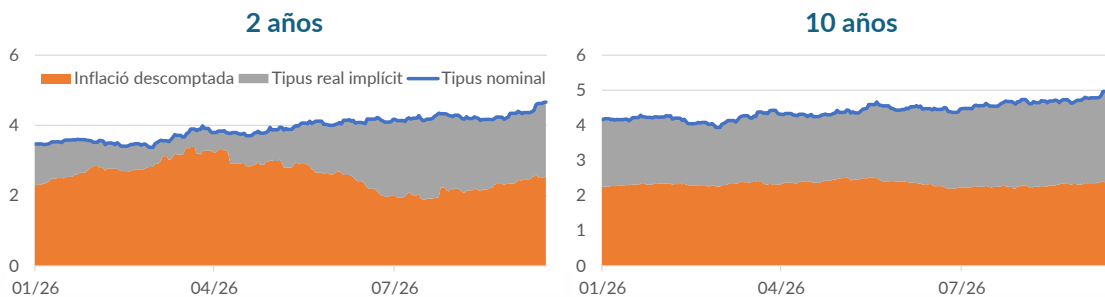


Font: Bloomberg.

3. Inflació i credibilitat dels bancs centrals

El repunt dels tipus d'interès a curt termini durant els primers mesos del conflicte a l'Iran va estar impulsat per un augment de les expectatives d'inflació a curt termini (gràfic 8, panell esquerre) i un canvi en les perspectives sobre la Reserva Federal, que van passar de descomptar retallades del tipus rector a possibles augments d'aquest, tot i que només es van materialitzar el mes de setembre. La inflació descomptada pels mercats financers en els propers anys i que és cotitzada pels bons de deute sobirà ha seguit l'evolució del preu del petroli, moderant-se de la mà de l'augment de la probabilitat d'una treva (encara que va ser breu i només parcial) i repuntant-ne després.

Gràfic 8. Descomposició del tipus de interès nominal als Estats Units (%)



Fuente: Bloomberg.

La inflació descomptada pel mercat a mitjà i llarg termini s'ha mantingut relativament constant, sense que els inversors hagin requerit un augment de la compensació per inflació a llarg termini. En aquests terminis, doncs, sembla que l'augment de la rendibilitat es centra en la resta de components del tipus d'interès que en el gràfic 8 es resumeixen com a tipus real implícit (és a dir, net de la inflació) i que està associat a les perspectives de creixement econòmic, però també a altres primes i compensacions com, per exemple, la prima a termini, que s'analitza a la propera secció. L'estabilitat relativa de les expectatives d'inflació a llarg termini també s'observa en altres geografies, com Alemanya i això és clau per a l'execució i l'efectivitat de la política monetària per part dels bancs centrals³, una característica a la que han fet referència els presidents de la Reserva Federal i el BCE en discursos recents.

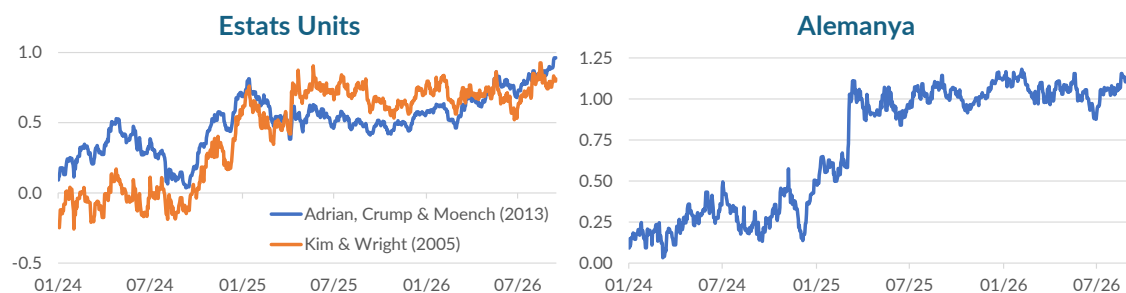
³ Una mesura alternativa de l'ancoratge de les expectatives d'inflació es pot obtenir de les enquestes a agents econòmics (consumidors i empreses) i/o analistes professionals (p.ex. *Survey of Professional Forecasters* als Estats Units i a la zona euro).

4. La sostenibilitat dels comptes públics

La inversió en un bo a llarg termini comporta un risc de tipus d'interès més gran que en els bons de curt termini. Aquest risc es concreta en la coneguda com a **prima a termini** que és el retorn en excés que l'emissor de deute paga per compensar aquest risc. Aquesta prima pot ser negativa, si els inversors estan disposats a acceptar una retribució menor en una estratègia d'inversió a llarg termini en relació amb una que inverteixi iterativament en bons de curt termini. En cas que sigui positiva, això implica que el bo a llarg termini té un tipus d'interès superior a la composició de tipus d'interès de curt termini. En els darrers anys, la prima a termini s'ha desplaçat a l'alça als Estats Units i a Alemanya.

En aquest context, el Tresor dels Estats Units ha modificat en els darrers anys la seva estratègia d'emissió de deute tot reduint les emissions a llarg termini (a tipus més elevats) a favor de les col·locacions a curt termini (a tipus més reduïts). Aquest biaix s'ha incrementat amb l'anunci de l'increment del volum de les operacions de recompra de deute a llarg termini anunciat pel secretari del Tresor dels Estats Units, S. Bessent, en resposta al fort augment de la rendibilitat del deute nord-americà a llarg termini⁴. És important notar que aquesta estratègia del Tresor comporta suposa una reducció dels costos de finançament del deute públic del país, encara que també implica que el Tresor assumeix el risc de tipus d'interès, és a dir, el possible cost associat a un augment dels tipus d'interès a curt termini a què està exposat atesa la necessitat d'emetre deute pels dèficits públics i els volums de deute públic que venç.

Gràfic 9. Prima a termini del bo sobirà a 10 anys segons diversos models (%)



Font: Bloomberg.

Les perspectives sobre els comptes públics i la seva sostenibilitat són un factor clau per explicar l'evolució de les rendibilitats del deute sobirà. A grans trets, la sostenibilitat del deute públic depèn del nivell de deute públic, del ritme al qual s'acumula (és a dir, els dèficits públics) i de l'evolució relativa del creixement del PIB nominal davant del tipus d'interès nominal del deute públic. A partir d'un nivell elevat de deute públic als Estats Units i la pràctica totalitat d'economies desenvolupades, la importància que el creixement nominal del PIB es mantingui per sobre dels tipus d'interès sobre el deute resulten clau per evitar la necessitat d'ajustos fiscals que signifiquin una reducció de la despesa pública o un augment dels ingressos públics.

Els Estats Units són lluny d'una possible crisi de deute, tot i que augmenten les vulnerabilitats. El país disposa de moltes variables d'ajust per evitar tensions als mercats de deute públic estatunidenc.

1. El país presenta una càrrega fiscal molt reduïda, de les més baixes de l'OCDE, per la qual cosa disposa d'una capacitat elevada d'emprendre augments impositius que redundin en més ingressos públics i una millora de la situació dels comptes públics.

⁴ L'augment de les recompres per part del Tresor en els trams més llargs de la corba de deute sobirà haurà de ser finançat amb un augment de les emissions de deute a curt termini.

2. **La centralitat del dòlar als mercats financers internacionals** fa que els mercats de finançament en dòlars siguin molt més profunds que en qualsevol altra divisa afavorint la col·locació del deute sobirà en dòlars.
3. **El país disposa de mesures de política pública**, ja siguin centrades a augmentar les compres de deute públic per part de la Reserva Federal (malgrat que l'actual president s'ha mostrat crític d'aquesta política excepte en moments crítics) o, a través de la regulació, incentivant les compres de deute públic per part de les entitats financeres del país (bancs, fons d'inversió, etc.), tal com ja s'ha fet amb la recent flexibilització de les ràtios de liquiditat.

Aquestes mesures, i d'altres, podrien servir per tallar d'arrel una possible escalada de la rendibilitat del deute sobirà del país. En aquest punt és important considerar que l'administració Trump ha mostrat una disciplina fiscal molt reduïda i una voluntat de promoure expansions fiscals per estimular l'economia i que, en relació amb el dòlar ha advocat i adoptat mesures per afavorir-ne una centralitat menor que afavoreixi la seva depreciació donant suport al sector exportador del país. En qualsevol cas, les vulnerabilitats continuen creixent en la mesura que el tipus d'interès real sobre el deute públic dels Estats Units (ajustat per compensació per inflació i per prima a termini) és a prop o per sota de les perspectives de creixement a llarg termini, que, segons la Survey of Professional Forecasters, que se situen al 2,4% anual a llarg termini.

Les polítiques relativament heterodoxes de l'administració Trump suposen un repte addicional per a la rendibilitat del deute públic ja que redueixen la confiança dels inversors en els actius dels Estats Units, tal com han expressat, per exemple, els gestors del fons sobirà de Noruega. Tot això, més enllà de l'impacte del conflicte amb l'Iran a la pràctica totalitat de països del golf Pèrsic, les economies dels quals s'han vist castigades per l'actual conflicte i els governs del qual han passat d'una posició fiscal superavitària i que era parcialment invertida en bons del Tresor dels Estats Units a una posició deficitària que s'ha de finançar amb vendes dels mateixos.

INFORMACIÓ LEGAL

CAIXA ENGINYERS és una entitat de crèdit subjecta a la supervisió del Banc d'Espanya, inscrita en el seu Registre Oficial de Bancs amb el número 3025. Està habilitada per prestar serveis d'inversió a clients a Espanya. La Comissió Nacional del Mercat de Valors supervisa aquests serveis.

Els informes del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS s'elaboren amb l'objectiu de proporcionar eines que puguin ajudar en la presa de decisions de diversa índole i estan subjectes a canvis sense avís previ. Tot i que la informació es basa en fonts considerades fiables, CAIXA ENGINYERS no garanteix ni es responsabilitza de la seguretat d'aquestes fonts.

La informació continguda en aquest document pot fer referència a productes, operacions o serveis d'inversió sobre els quals hi ha informació addicional disponible en documentació separada. Es convida els destinataris a sol·licitar aquesta informació addicional, que podrà ser facilitada per CAIXA ENGINYERS durant la contractació dels productes, la realització de les operacions o la prestació dels serveis. En aquest cas, es recomana que els destinataris d'aquest informe considerin aquesta informació addicional de manera coherent amb el seu contingut.

La informació continguda en els informes fa o pot fer referència a resultats futurs d'instruments financers, índexs financers, mesures financeres o serveis d'inversió basats en previsions o expectatives, per la qual cosa no es pot considerar un indicador fiable de possibles resultats futurs ni una garantia d'assolir aquests resultats. Així mateix, l'inversor ha de tenir en compte que ni l'evolució passada dels valors o instruments ni els resultats històrics de les inversions garanteixen l'evolució ni els resultats futurs.

Informació sobre conflictes d'interès

El sistema retributiu dels analistes que elaboren els informes es basa en diversos criteris, entre els quals figuren els resultats obtinguts pel Grup CAIXA ENGINYERS durant l'exercici econòmic, però en cap cas la retribució dels analistes està vinculada directament o indirectament a la informació continguda en els informes ni al sentit de les estimacions que s'hi incloguin.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS poden disposar, a títol personal, d'accions de companyies dels sectors d'activitat que s'esmenten en els informes, o d'alguna de les seves filials i/o participades. Així mateix, CAIXA ENGINYERS i/o qualsevol dels seus responsables i/o consellers poden, en cada moment, mantenir una posició o estar directament o indirectament interessats en valors, opcions, drets o *warrants* d'alguna de les companyies dels sectors d'activitat esmentats en els informes.

CAIXA ENGINYERS, en el desenvolupament corrent de les seves activitats financeres de crèdit, dipòsit o de qualsevol altra naturalesa similar, pot haver mantingut, mantenir actualment o estar interessada a mantenir, en el futur, relacions comercials amb companyies dels sectors d'activitat als quals es fa referència en els informes, o amb alguna de les seves filials i/o participades.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS assumeixen el compromís explícit i formal d'actuar amb honestat, imparcialitat i lleialtat, sempre en el millor interès dels socis i sòcies i en favor de la transparència del mercat. Sense perjudici del compromís anteriorment esmentat, CAIXA ENGINYERS realitza accions de control per garantir que no es perjudiquin ni els socis i sòcies ni el mercat de valors, i imposa regles internes en l'operativa personal dels membres del Departament de Research.

Els membres del Departament de Research de CAIXA ENGINYERS, així com tots els professionals de l'organització implicats directament o indirectament en la prestació de serveis d'inversió, estan subjectes al Reglament Intern de Conducta en l'àmbit del mercat de valors de CAIXA ENGINYERS.

© Queda prohibida la reproducció, duplicació, redistribució i/o comercialització, total o parcial, dels continguts d'aquest document, fins i tot citant-ne les fonts, excepte amb el consentiment previ per escrit de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crèdit. Tots els drets reservats.