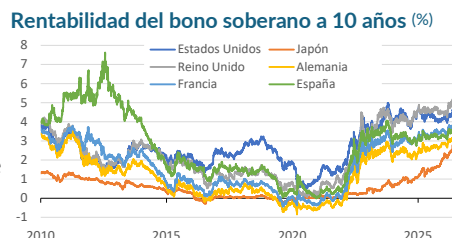


¿Qué nos dice el repunte de las curvas de deuda soberana?

En dos minutos

- La rentabilidad de la deuda soberana ha repuntado con fuerza en los últimos meses y de forma generalizada por tramos y por países, a partir de: (i) el aumento de la inflación; (ii) las subidas y expectativas de subidas del tipo rector por parte de los bancos centrales; (iii) las mayores emisiones privadas; y (iv) un creciente foco en la situación fiscal de los países.
- El repunte ha sido más marcado en los tramos más cortos, más afectados por la inflación y los bancos centrales con lo que, al contrario que otros episodios recientes de repuentes de los tipos de interés, las curvas de deuda soberana han tendido a aplanarse.
- La compleja situación política (parálisis y ascenso de opciones populistas, entre otros) en un buen número de países da lugar a políticas económicas subóptimas y heterodoxas. Al mismo tiempo, la oferta de deuda pública y privada en los mercados financieros se prevé que se mantenga elevada en los próximos trimestres.



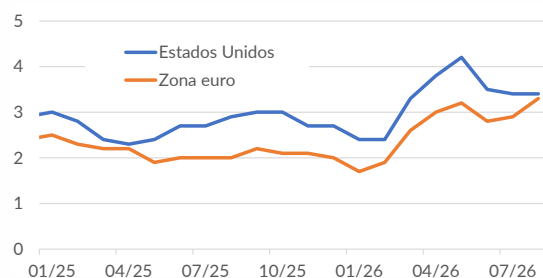
1. Aumento de las rentabilidades de la deuda soberana

Las rentabilidades de la deuda pública han repuntado con fuerza en los últimos meses, dando continuidad a la tendencia iniciada después del Covid. Este aumento ha sido multifactorial y es importante tener en cuenta que, hasta la fecha, el movimiento ha sido relativamente ordenado y, en cierto modo, justificado por los fundamentales.

1.1. Tensiones geopolíticas e inflación

Las tensiones geopolíticas han contribuido a un aumento de los precios energéticos, tanto del petróleo como del gas natural, además de otras materias primas (fertilizantes, alimentos y metales industriales). Ello, a su vez ha provocado un aumento de los costes de producción y de la inflación (gráfico 1), aunque, en el episodio actual, las empresas han buscado asumir parcialmente el aumento de costes mediante una reducción de sus márgenes y que, por ahora, no hay evidencia clara de efectos de segunda ronda, es decir, de aumentos salariales.

Gráfico 1. Inflación en Estados Unidos y la zona euro (%)



Fuente: Bloomberg.

El conflicto en Irán ha supuesto el cierre parcial del estrecho de Ormuz y ha llevado el precio del crudo a niveles mucho más elevados que el año pasado, lo que ha impulsado la inflación. Además, algunas de las vías de compensación del impacto del conflicto en el precio del petróleo se han ido agotando: los inventarios de productos energéticos están en mínimos y la ruta alternativa a través del Mar Rojo (gráfico 2) se está viendo dificultada por ataques por parte de

los hutíes del Yemen, aliados de Irán, tanto a las infraestructuras energéticas, como al tráfico marítimo.

En su conflicto con Rusia, Ucrania ha adoptado desde finales de 2025 una estrategia de ataques a infraestructuras energéticas y de transporte rusas. Estos ataques están limitando la capacidad de Rusia de procesar y exportar crudo (gráfico 3), gas natural y cereales, incluyendo a través de sus puertos en el Mar Negro¹. Dada la importancia de ambos países para los mercados energéticos y agrícolas globales, este factor ha contribuido a limitar la oferta e impulsar el precio de estas materias primas.

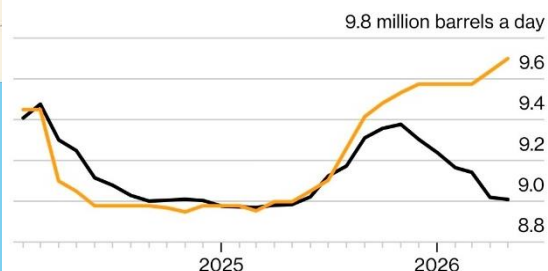
Gráfico 2. Conflicto en Oriente Medio



Fuente: MarketWatch.

Gráfico 3. Producción de petróleo de Rusia

(basado en fuentes secundarias, **compromiso con la OPEP+**)



Fuente: Bloomberg.

1.2. Aumento de la oferta: Soberanos e IA

Los déficits públicos se mantienen elevados en la práctica totalidad de economías (gráfico 4, panel superior), en contextos marcados por: (i) la difícil gobernabilidad (p.ej. Francia, Reino Unido y España); (ii) un sesgo populista y políticas económicas expansivas (p.ej. Estados Unidos); y (iii) el fin de políticas de austeridad y la adopción de reformas estructurales (p.ej. Alemania). En todos los casos, la expansión –o la falta de consolidación– fiscal es el resultado de procesos políticos caracterizados por fragilidad económica (agregada o percibida por ciertos grupos sociales) y el ascenso de opciones políticas de carácter populista a ambos lados del espectro político. Con todo, **la deuda pública en relación al PIB se mantiene elevada y en una senda ascendente** en buena parte de los países (gráfico 4, panel inferior). En este sentido, España supone una excepción ya que la falta de una mayoría parlamentaria ha limitado la capacidad legislativa del gobierno y ha forzado sucesivas prórrogas presupuestarias lo que, junto con el buen desempeño económico, está permitiendo una reducción de las métricas de deuda respecto del PIB.

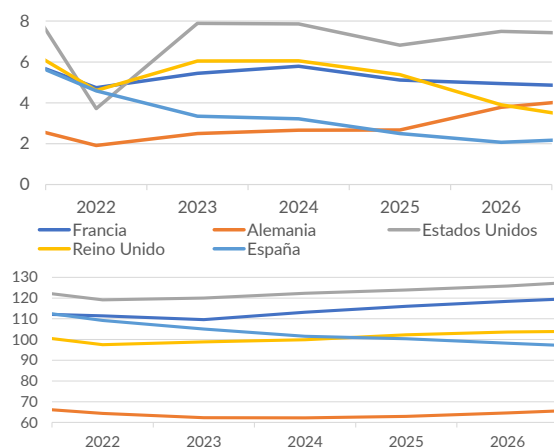
La deuda privada ha estado aumentando en algunos sectores, aunque partiendo de niveles reducidos y manteniéndose baja a nivel agregado (gráfico 5). Especialmente en los últimos trimestres, las grandes empresas tecnológicas de Estados Unidos han aumentado de forma sustancial sus emisiones de deuda para financiar la carrera para el desarrollo de modelos de IA y la instalación y expansión de grandes centros de datos. Ello se ha traducido en un aumento de la deuda empresarial del sector, especialmente en Estados Unidos, que está compitiendo con la deuda soberana para la oferta de financiación² y que, como han destacado el BIS o el propio presidente de la Fed, está contribuyendo al aumento de las rentabilidades de la renta fija, incluyendo la de la deuda soberana. A pesar de la llamada a una moderación del ritmo de desarrollo de la IA (*pace the frontier*) por parte de las principales empresas estadounidenses de

¹ En sentido contrario, y en respuesta al impacto sobre la oferta de crudo provocada por el conflicto con Irán, Estados Unidos levantó recientemente las restricciones impuestas en 2023 a Rusia sobre la exportación de petróleo.

² Los economistas denominan este efecto *crowding out*, término que se usa para describir las situaciones en que diversas posibles inversiones compiten por un ahorro limitado.

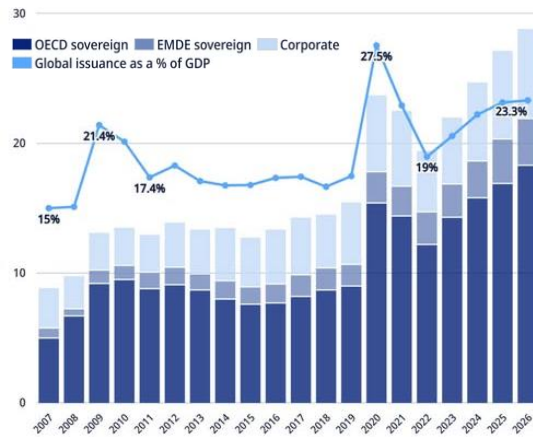
desarrollo de modelos como Anthropic (modelos Claude) y OpenAI (modelos ChatGPT), la inversión en capex por parte de los proveedores de la infraestructura (los conocidos como hiperescaladores) se mantendrá elevada lo que sugiere que, en adelante, estas empresas seguirán buscando captar recursos en los mercados financieros.

Gráfico 4. Déficit fiscal (▲) y deuda pública (▼) (% del PIB; 2026: previsión)



Fuente: FMI.

Gráfico 5. Emisiones de deuda a nivel global (billones de dólares y % del PIB mundial)



Fuente: OCDE.

1.3. Una estructura de mercado cambiante

Los mercados financieros en general, y los de renta fija en particular, han perdido liquidez y calidad de la misma en los últimos años a partir de: (i) la generalización de estrategias algorítmicas que buscan seguir tendencias o gestionar su volatilidad, con lo que, de forma mecánica, pueden amplificar movimientos iniciales en los mercados financieros; y (ii) el auge de los ETFs y otras estrategias de gestión pasiva, que favorecen un aumento de la concentración de las tenencias. Ambos factores contribuyen a la ampliación de movimientos iniciales en los mercados financieros, lo que da lugar a un aumento de la volatilidad y a una reducción de la liquidez y de su calidad, ya que desaparece precisamente en momentos de aversión al riesgo, justo cuando sería más necesaria.

Los mercados de renta fija soberana han registrado un cambio en la base compradora, por la retirada de los bancos centrales, donde los programas de compra de deuda pública (*quantitative easing*) han dado paso a estrategias de reducción de su balance (*quantitative tightening*) y una reducción de las compras de los gestores de reservas internacionales, que han optado por una diversificación a otras divisas y activos (como el oro). Esta retirada de inversores “institucionales” ha sido cubierta por un mayor rol de los fondos de inversión, que tienen una sensibilidad mayor al precio del activo, lo que puede favorecer la generación de primas de riesgo y de primas a plazo.

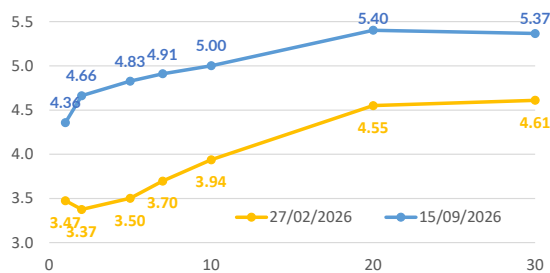
2. Análisis del repunte de las rentabilidades

En Estados Unidos, el desplazamiento al alza de la curva de tipos de interés de la deuda soberana de los últimos meses da continuidad a la subida de las rentabilidades que se había registrado en los últimos años. Centrando la atención en los movimientos de la curva de deuda soberana de Estados Unidos (gráfico 6), se observa que: (i) destaca la amplitud del movimiento en todos los tramos, de más de 100 puntos básicos en los plazos de diez años e inferiores; (ii) los tramos cortos han repuntado con fuerza por el aumento de las expectativas de inflación a corto plazo provocados por el fuerte aumento del precio del petróleo; y (iii) los tramos más largos han visto aumentar su rentabilidad de forma notable, hasta máximos de diversos años. Un

movimiento similar ha tenido lugar, aunque de forma menos marcada, en otras curvas de deuda soberana como la alemana (gráfico 7).

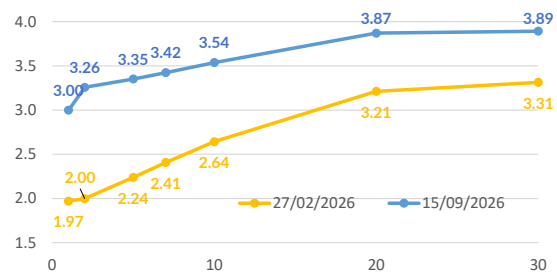
En relación con otros episodios de aumento de las rentabilidades soberana ocurridos bajo Trump, el movimiento actual destaca por su amplitud y por haber supuesto un aplanamiento de la curva. Por ejemplo, en las jornadas posteriores al Liberation Day (el gran anuncio de aranceles por parte de Trump), la curva de tipos de interés de Estados Unidos también repuntó, aunque de forma más marcada en los tramos más largos que en los tramos cortos. En esa ocasión, uno de los factores que contribuyó al aumento de tipos fue la reducción de las tenencias de deuda del Tesoro de Estados Unidos por parte de inversiones internacionales, incluyendo por parte de gestores de reservas públicas.

Gráfico 6. Curva de deuda soberana de Estados Unidos (%)



Fuente: Bloomberg.

Gráfico 7. Curva de deuda soberana de Alemania (%)

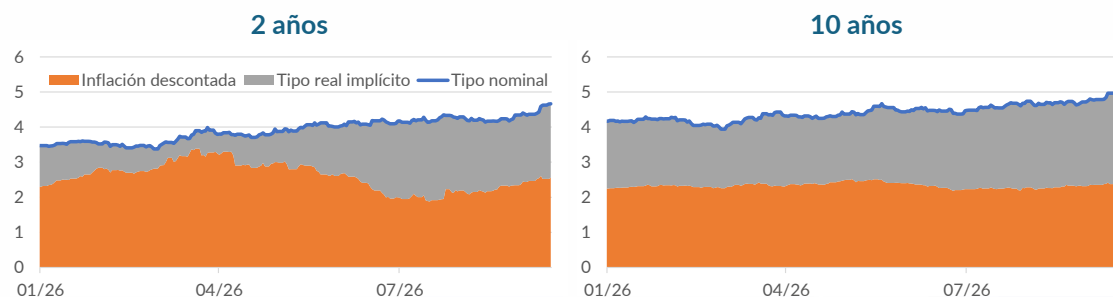


Fuente: Bloomberg.

3. Inflación y credibilidad de los bancos centrales

El repunte de los tipos de interés a corto plazo durante los primeros meses del conflicto en Irán estuvo impulsado por un aumento de las expectativas de inflación a corto plazo (gráfico 8, panel izquierdo) y un cambio en las perspectivas sobre la Reserva Federal, que pasaron de descontar recortes del tipo rector a posibles aumentos del mismo, a pesar de que estos solo se materializaron en el mes de septiembre. La inflación descontada por los mercados financieros en los próximos años y que es cotizada por los bonos de deuda soberana ha seguido la evolución del precio del petróleo, moderándose de la mano del aumento de la probabilidad de una tregua (aunque fue breve y solo parcial) y repuntando tras la rotura de la misma.

Gráfico 8. Descomposición del tipo de interés nominal en Estados Unidos (%)



Fuente: Bloomberg.

La inflación descontada por el mercado a medio y largo plazo se ha mantenido relativamente constante, sin que los inversores hayan requerido un aumento de la compensación por inflación a largo plazo. En estos plazos, pues, el aumento de la rentabilidad parece centrarse en el resto de componentes del tipo de interés que en el gráfico 8 se resumen como tipo real implícito (es decir, neto de la inflación) y que está asociado a las perspectivas de crecimiento económico, pero también a otras primas y compensaciones como, por ejemplo, la prima a plazo, que se analiza en

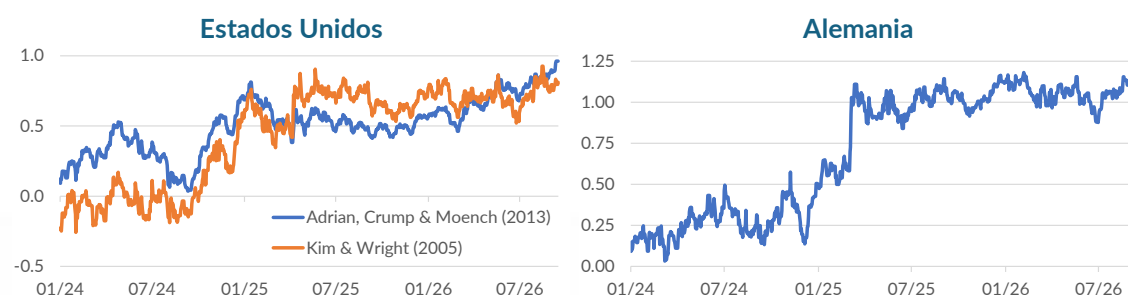
la próxima sección. La estabilidad relativa de las expectativas de inflación a largo plazo también se observa en otras geografías, como Alemania y ello resulta clave para la ejecución y la efectividad de la política monetaria por parte de los bancos centrales³, una característica a la que han hecho referencia los presidentes de la Reserva Federal y el BCE en discursos recientes.

4. La sostenibilidad de las cuentas públicas

La inversión en un bono a largo plazo conlleva un riesgo de tipos de interés mayor que en los bonos de corto plazo. Este riesgo se concreta en la conocida como **prima a plazo** que es el retorno en exceso que el emisor de deuda paga para compensar dicho riesgo. Esta prima puede ser negativa, si los inversores están dispuestos a aceptar una menor retribución en una estrategia de inversión a largo plazo en relación a una que invierta iterativamente en bonos de corto plazo. En caso que sea positiva, ello implica que el bono a largo plazo tiene un tipo de interés superior a la composición de tipos de interés de corto plazo. En los últimos años, la prima a plazo se ha desplazado al alza en Estados Unidos y en Alemania.

En este contexto, el Tesoro de Estados Unidos ha modificado en los últimos años su estrategia de emisión de deuda, reduciendo las emisiones a largo plazo (a tipos más elevados) a favor de las colocaciones a corto plazo (a tipos más reducidos). Este sesgo se ha visto acrecentado con el anuncio del incremento del volumen de las operaciones de recompra de deuda a largo plazo anunciado por el secretario del Tesoro de Estados Unidos, S. Bessent, en respuesta al fuerte aumento de la rentabilidad de la deuda estadounidense a largo plazo⁴. Es importante notar que esta estrategia del Tesoro supone una reducción de los costes de financiación de la deuda pública del país, aunque también supone que el Tesoro asume el riesgo de tipo de interés, es decir, el posible coste asociado a un aumento de los tipos de interés a corto plazo a los que está expuesto dada la necesidad de emitir deuda por los déficits públicos y los volúmenes de deuda que vence.

Gráfico 9. Prima a plazo en el bono soberano a 10 años según diversos modelos (%)



Fuente: Bloomberg.

Las perspectivas sobre las cuentas públicas y su sostenibilidad son un factor clave para explicar la evolución de las rentabilidades de la deuda soberana. A grandes rasgos, la sostenibilidad de la deuda pública depende del nivel de deuda pública, del ritmo al que esta se acumula (es decir, los déficits públicos) y de la evolución relativa del crecimiento del PIB nominal frente al tipo de interés nominal de la deuda pública. Dado un nivel elevado de deuda pública en Estados Unidos y la práctica totalidad de economías desarrolladas, la importancia de que el crecimiento nominal del PIB se mantenga por encima de los tipos de interés sobre la deuda resultan claves para evitar

³ Una medida alternativa del anclaje de las expectativas de inflación se puede obtener de las encuestas a agentes económicos (consumidores y empresas) y/o a analistas profesionales (p.ej. *Survey of Professional Forecasters* en Estados Unidos y la zona euro).

⁴ El aumento de las recompras por parte del Tesoro en los tramos más largos de la curva de deuda soberana deberá ser financiado mediante mayores emisiones de deuda a corto plazo.

la necesidad de ajustes fiscales que signifiquen una reducción del gasto o un aumento de los ingresos públicos.

Estados Unidos está lejos de una posible crisis de deuda, aunque aumentan las vulnerabilidades.

El país dispone de muchas variables de ajuste para evitar tensiones en los mercados de deuda pública estadounidense.

1. **El país presenta una carga fiscal muy reducida**, de las menores de la OCDE, por lo que dispone de una capacidad elevada de acometer aumentos impositivos que redunden en mayores ingresos públicos y una mejora de la situación de las cuentas públicas.
2. **La centralidad del dólar en los mercados financieros internacionales** hace que los mercados de financiación en dólares sean mucho más profundos que en cualquier otra divisa favoreciendo la colocación de la deuda soberana en dólares.
3. **El país dispone de medidas de política pública**, ya sean centradas en aumentar las compras de deuda pública por parte de la Reserva Federal (a pesar de que el actual presidente se ha mostrado crítico de esta política excepto en momentos críticos) o, a través de la regulación, incentivando las compras de deuda pública por parte de las entidades financieras del país (bancos, fondos de inversión, etc.), tal como ya se ha hecho con la reciente flexibilización de ratios de liquidez.

Estas medidas, y otras, podrían servir para cortar de raíz una posible escalada de la rentabilidad de la deuda soberana del país. En este punto es importante considerar que la administración Trump ha mostrado una disciplina fiscal muy reducida y una voluntad de promover expansiones fiscales para estimular la economía y que, en relación con el dólar ha abogado y adoptado medidas para favorecer una menor centralidad del mismo que favorezca su depreciación apoyando al sector exportador del país. En cualquier caso, las vulnerabilidades siguen creciendo en la medida en que **el tipo de interés real sobre la deuda pública de Estados Unidos** (ajustado por compensación por inflación y por prima a plazo) **se encuentra cerca o por debajo de las perspectivas de crecimiento a largo plazo**, que, según la *Survey of Professional Forecasters*, que se sitúan en el 2,4 % anual a largo plazo.

Las políticas relativamente heterodoxas de la administración Trump suponen un reto adicional para la rentabilidad de la deuda pública al reducir la confianza de los inversores en los activos estadounidenses, tal como han expresado, por ejemplo, los gestores del fondo soberano de Noruega. Todo ello, más allá del impacto del conflicto con Irán en la práctica totalidad de países del golfo Pérsico, cuyas economías se han visto castigadas por el actual conflicto y cuyos gobiernos han pasado de una posición fiscal superavitaria y que era parcialmente invertida en bonos del Tesoro de Estados Unidos a una posición deficitaria que debe ser financiada con ventas de los mismos.

INFORMACIÓN LEGAL

CAJA INGENIEROS es una entidad de crédito sujeta a la supervisión del Banco de España, inscrita en su Registro Oficial de Bancos con el número 3025. Está habilitada para prestar servicios de inversión a clientes en España. La Comisión Nacional del Mercado de Valores supervisa estos servicios.

Los informes del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS se elaboran con la finalidad de proporcionar herramientas que puedan ayudar en la toma de decisiones de índole diversa, y están sujetos a cambios sin previo aviso. Aunque la información se basa en fuentes consideradas como fiables, CAJA INGENIEROS no garantiza ni se responsabiliza de la seguridad de dichas fuentes.

La información contenida en este documento puede hacer referencia a productos, operaciones o servicios de inversión sobre los cuales existe información adicional disponible en documentación separada. Se invita a los destinatarios a solicitar dicha información adicional, que podrá ser facilitada por CAJA INGENIEROS durante la prestación de los servicios, operaciones o productos. En tal caso, se recomienda que los destinatarios del presente informe consideren dicha información adicional de manera coherente con su contenido.

La información contenida en los informes hace o puede hacer referencia a resultados futuros de instrumentos financieros, índices financieros, medidas financieras o servicios de inversión basados en previsiones o expectativas, por lo que no puede considerarse como un indicador fiable de posibles resultados futuros ni como garantía de alcanzar tales resultados. El inversor debe, asimismo, tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros.

Información sobre conflictos de interés

El sistema retributivo de los analistas que elaboran los informes se basa en diversos criterios, entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo CAJA INGENIEROS, pero en ningún caso la retribución de los analistas está vinculada directa o indirectamente a la información contenida en los informes ni al sentido de las estimaciones que en ellos se incluyan.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS pueden disponer, a título personal, de acciones de compañías de los sectores de actividad que se mencionan en los informes, o de alguna de sus filiales y/o participadas. Asimismo, CAJA INGENIEROS y/o cualquiera de sus responsables y/o consejeros pueden, en cada momento, mantener una posición o estar directa o indirectamente interesados en valores, opciones, derechos o *warrants* de alguna/s de las compañías de los sectores de actividad mencionados en los informes.

CAJA INGENIEROS, en el desarrollo corriente de sus actividades financieras de crédito, depósito o de cualquier otra naturaleza similar, puede haber mantenido, mantener actualmente o estar interesada en mantener en el futuro relaciones comerciales con compañías de los sectores de actividad a los que se hace referencia en los informes, o con alguna de sus filiales y/o participadas.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS asumen el compromiso explícito y formal de actuar con honestidad, imparcialidad y lealtad, siempre en el mejor interés del socio/a y de la transparencia del mercado. Sin perjuicio del compromiso anteriormente mencionado, CAJA INGENIEROS realiza acciones de control para garantizar que no se perjudique a los socios/as ni al mercado de valores, e impone reglas internas en la operatoria personal de los miembros del Departamento de Research.

Los miembros del Departamento de Research de CAJA INGENIEROS, así como todos los profesionales de la organización implicados directa o indirectamente en la prestación de servicios de inversión, están sujetos al Reglamento Interno de Conducta en el ámbito del mercado de valores de CAJA INGENIEROS.

© Queda prohibida la reproducción, duplicación, redistribución y/o comercialización, total o parcial, de los contenidos de este documento, incluso citando las fuentes, salvo con consentimiento previo por escrito de Caixa de Crèdit dels Enginyers - Caja de Crédito de los Ingenieros, S. Coop. de Crédito. *All rights reserved.*