

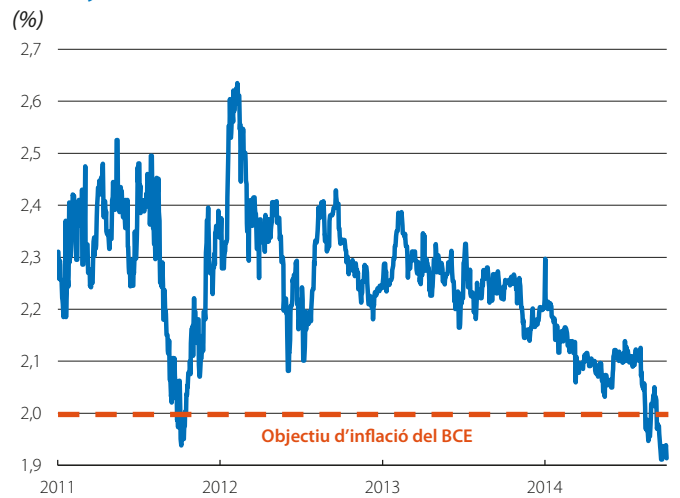
hipotecàries (*covered bonds*). Tot i que aquestes decisions no van tenir el suport unànim dels membres del Consell de Govern, la seva adopció es va produir com a resposta al deteriorament de les expectatives d'inflació a mitjà termini i a la pèrdua de pols de l'activitat econòmica. Així mateix, al setembre, es va efectuar la primera operació de préstecs a llarg termini (TLTRO), que es va saldar amb una demanda de fons discreta: 82.600 milions d'euros, clarament per sota de les previsions del consens d'analistes. Aquesta circumstància ha suscitat dubtes entre els inversors sobre si serà o no possible assolir la referència establerta pel BCE, que consisteix en l'expansió del seu balanç en un bilió d'euros, aproximadament. El BCE ha dit que està disposat a adoptar les mesures necessàries per aconseguir els seus objectius finals, però el més probable és que opti per esperar un temps raonable per avaluar l'efectivitat conjunta de les últimes mesures expansives abans de plantejar-se noves vies d'acció.

**Els inversors aposten pels *treasuries* a llarg termini.** Els conflictes viscuts durant l'estiu al Pròxim Orient i a Ucraïna, als quals s'han afegit les recents tensions a Hong Kong, han incrementat la preferència dels agents pels actius més segurs, entre els quals destaca el deute públic nord-americà i, en concret, el de venciments més llunyans. L'absència de pressions inflacionistes importants als EUA i la intensificació dels estímuls monetaris a la UEM i al Japó han afavorit aquesta pauta. Paradoxalment, la placidesa que regna al mercat de deute públic nord-americà és un element de vulnerabilitat. Un eventual procés d'increment del tipus oficial menys pausat del que s'espera, sobre la base de l'ostensible increment de posicions especulatives llargues en *treasuries*, és un element que introdueix fragilitat en el panorama.

**La rendibilitat del *Bund*, en mínims.** La feblesa de l'escenari econòmic europeu afecta el mercat de deute sobirà de la zona. A l'ensopegada econòmica patida durant el 2T per les economies *core* (Alemanya i França), s'ha afegit la confirmació de la desacceleració de la inflació de la zona de l'euro al setembre. Aquestes dades han contribuït a impulsar nous descensos de la corba de tipus d'interès alemanya. En concret, les referències a un, dos i tres anys ofereixen una rendibilitat negativa, mentre que la *yield* del bo a 10 anys es manté per sota de l'1%.

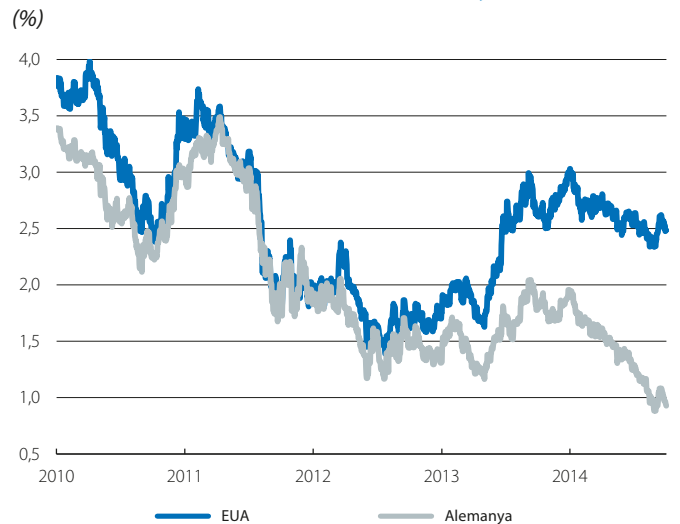
**Els inversors abracen el deute sobirà de la perifèria.** Un cop superades les modestes turbulències de l'estiu (crisi del BES de Portugal i recaiguda d'Itàlia en recessió), les *yields* del deute públic dels països de la perifèria europea han reprès la via descendent (és a dir, cotitzacions a l'alça). El desenllaç del referèndum per la independència a Escòcia també ha contribuït a reprendre l'assumpció de riscos per part dels inversors. De la mateixa manera, la tendència s'ha vist afavorida per l'anunci de les mesures extraordinàries de liquiditat del BCE al setembre i es podria reforçar encara més si, finalment, el banc central amplia el paquet de mesures en els pròxims mesos. Un altre factor que cal tenir en compte és la publicació, al final d'octubre, dels resultats de les proves d'estrès a la banca europea, que haurà de reduir la incertesa sobre el sector sense oferir tur-

**Zona de l'euro: expectatives d'inflació a 5 anys a 5 anys vista**



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

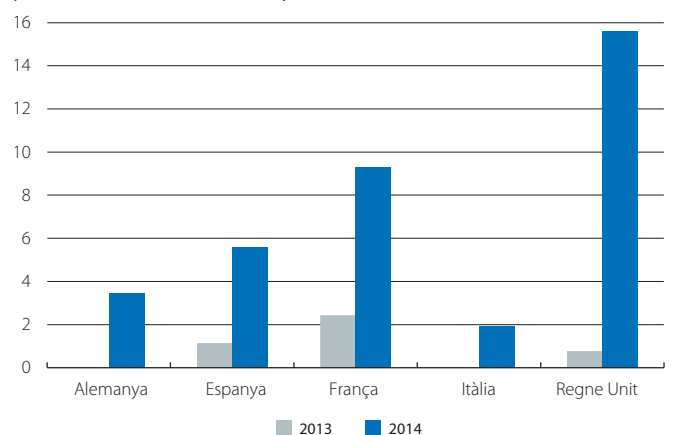
**Rendibilitats del deute públic a 10 anys**



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.

**Bancs europeus: emissions de bons contingents convertibles (cocos)**

Acumulat de l'1 de gener al 30 de setembre de cada any (en milers de milions d'euros)



Font: "la Caixa" Research, a partir de dades de Bloomberg.