

RESUMEN DE MERCADO

lunes, 27 de enero de 2025

INDICE

RESUMEN DE MERCADO

MERCADOS GLOBALES

- Agenda crítica
- Mercados
- Política monetaria y liquidez

DEUDA

- Cambios de ratings de gobierno
- Estimaciones de flujos primarios de gobierno
- Calendario de revisión de rating soberanos
- Qué ha pasado en deuda privada
- Cambios de ratings de deuda privada

GRÁFICO 1: Composición del movimiento de la curva de gobierno alemana desde dic-24

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

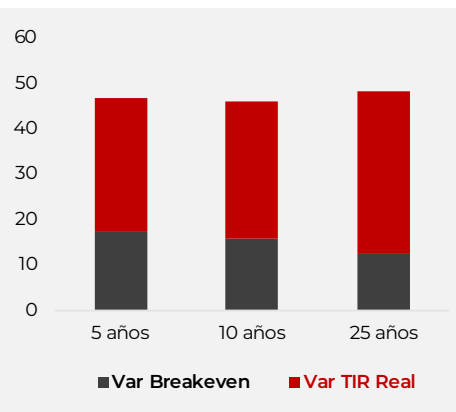
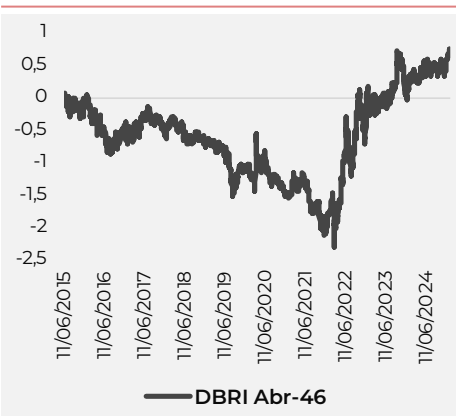


GRÁFICO 2: Evolución TIR real DBRI Abr-46

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Las rentabilidades soberanas europeas han repuntado con bastante fuerza desde el mes de diciembre, si bien es cierto que desde la semana pasada y como consecuencia de unos datos de IPC en EEUU mejores de lo esperado se observó cierto paréntesis en dicho movimiento. En cualquier caso, el tensionamiento que se ha observado ha hecho que la referencia alemana a 10 años se sitúe por encima del 2.50% de forma relativamente sostenida.

A continuación, veremos que gran parte de dicho movimiento está sustentado en el tensionamiento de las rentabilidades reales, por lo que en el informe de esta semana queremos valorar los factores que pueden estar favoreciendo este comportamiento, además de plantear qué es lo que se puede esperar de cara a los próximos meses.

Un repunte de rentabilidades cimentado en el componente real

Hasta mediados de este mes, las curvas de gobierno europeas y especialmente los tramos más largos han registrado importantes ventas, con las rentabilidades alcanzando máximos que no se veían desde principios de 2024.

En este sentido, si analizamos la composición de dichas rentabilidades, observamos que gran parte de este movimiento se ha fundamentado en las TIRes reales (ver gráfico 1), representando entorno al 70% del mismo, siendo especialmente relevante en los tramos más largos. Por su parte, el breakeven de inflación ha sido responsable de entorno al 30% restante.

Así, este tensionamiento de las rentabilidades reales, especialmente en los tramos largos, queda patente en el comportamiento registrado por los bonos ligados a inflación en Alemania con el DBRI 2046 cotizando en el entorno del 0.7%, lo que supone el nivel más alto desde que se emitió dicho bono, hace 10 años (ver gráfico 2). De la misma forma, en Francia las rentabilidades reales a 30 años se encuentran actualmente por encima del 1.30%, y en Italia en el entorno del 1.90%.

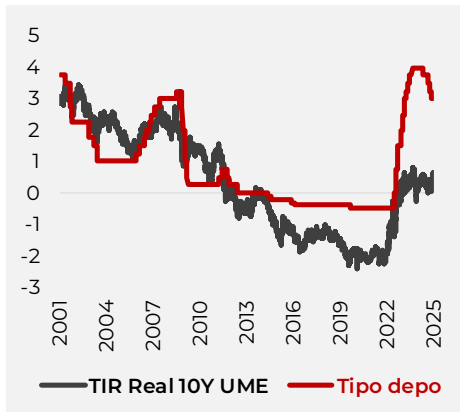
¿Qué factores impulsan el ascenso de las TIRes reales?

Si llevamos a cabo un análisis más a largo plazo, observamos que el repunte en las rentabilidades reales no es algo reciente sino que ha sido un comportamiento que se ha ido forjando a lo largo de los dos últimos años y que ha supuesto poner fin al proceso de relajación que se había producido desde el año 2000. Además, dicho comportamiento no ha afectado sólo a Europa sino que también se ha observado al otro lado del Atlántico.

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 3: Relación entre Tires reales de la UME y tipos BCE

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Llegados a este punto, nos planteamos cuáles han sido los factores que han generado este ascenso de las rentabilidades reales.

En primer lugar, cabe destacar que TIRes reales tienen un componente cíclico muy relevante, en la medida en que las mismas responden a las acciones de los Bancos Centrales en materia de política monetaria vinculada a tipos de interés. De esta forma, cuando los bancos centrales suben tipos, se frenan los riesgos de inflación aumentando las rentabilidades reales y videversa. En este sentido, dado que el endurecimiento de política monetaria suele producirse en momentos de mejora de las perspectivas de crecimiento económico, podemos decir que existe una relación entre las rentabilidades reales y las perspectivas de crecimiento.

Este comportamiento lo podemos observar en el gráfico 3, donde hemos elaborado una proxy de la rentabilidad real de la Zona Euro. La misma la hemos obtenido a partir de la rentabilidad nominal alemana a 10 años a la que le hemos descontamos las expectativas de inflación a largo plazo que aparecen en la Encuesta a Profesionales publicada por el BCE trimestralmente. De esta forma, si comparamos dichas rentabilidades reales con el tipo depo del BCE observamos este comportamiento cíclico del que hablábamos.

No obstante, la subida reciente de tipos llevada a cabo por la Autoridad Monetaria Europea no responde a un contexto de expansión de la actividad siendo la situación actual de clara desaceleración de la economía de la Zona Euro.

De esta forma, nos tenemos que fijar en otros factores que puedan estar generando este tensionamiento y que apuntan a que seguirán presionando al alza las rentabilidades reales ya que se resumen en mayores necesidades de inversión tanto privada como pública y por ello mayor necesidad de emisión.

1. La transición verde: La transformación hacia una economía que preserve el clima y que cumpla con los objetivos planteados por la UE para reducir las emisiones de gases de efecto invernadero en al menos un 55% para 2030, en comparación con los niveles de 1990, requerirán, según estimaciones de la Comisión Europea, una inversión anual en el sistema energético en la década de 2020 que duplicaría la registrada en la década anterior.

2. Aprovechar los rápidos avances en inteligencia artificial y explotar el potencial de la digitalización requerirá grandes inversiones del sector público y privado en capital físico y humano para adquirir e implementar nuevas tecnologías y remodelar los procesos empresariales. Estas inversiones serán particularmente grandes en la UE, que ha quedado rezagada de forma importante respecto a EEUU y China.

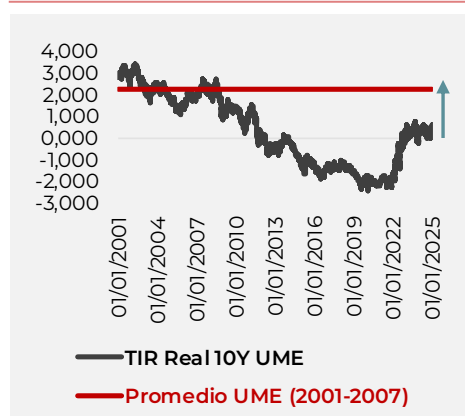
RESUMEN DE MERCADO

3. El incremento de los riesgos geopolíticos surgidos a raíz de desafíos recientes como la guerra en Ucrania, las tensiones comerciales entre EEUU y China o los problemas globales en cadenas de suministro durante la pandemia han hecho que las empresas busquen hacer sus cadenas de suministro cada vez más resilientes. En este sentido, según una encuesta del BCE, las principales empresas que operan en la Zona Euro esperan volverse mucho más activas en los próximos cinco años en operaciones de reubicación de sus actividades tanto a países cercanos a su mercado principal como a países políticamente estables y con buenas relaciones diplomáticas.

De esta forma, teniendo en cuenta que parte de estas necesidades de inversión general serán financiadas por los gobiernos, y que, en la nueva situación geopolítica, el gasto en defensa puede tener que aumentar significativamente, es probable que las cargas de la deuda pública aumenten. A esto, además, se le añadiría una sociedad envejecida que puede imponer una carga adicional a los presupuestos públicos.

GRÁFICO 4: Evolución tipos de interés reales UME

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



¿Hasta dónde pueden llegar las rentabilidades reales?

A la hora de plantear hasta dónde podrían llegar las rentabilidades reales, habría que establecer un debate en torno al tipo de interés neutral para la Zona Euro. Sin embargo, dado que estamos hablando de un elemento que no es directamente observable y que, por lo tanto, debe de ser estimado, con el margen de error que ello supone, decidimos decantarnos por una forma mucho más sencilla que radica en el estudio histórico.

En este sentido, si analizamos la evolución de la proxy de TIR real de la UME que hemos comentado anteriormente, de la que tenemos datos disponibles desde el año 2001, observamos que el nivel promedio entre el periodo 2001-2007 estaría en el entorno del 2%. Se trata de un periodo de tiempo previo a la crisis financiera y a la pandemia, y que, por lo tanto, podríamos considerar como de cierta normalización de las condiciones económicas.

Teniendo en cuenta este hecho y que la mayoría de factores estructurales comentados anteriormente apuntan a un aumento de los rendimientos reales a largo plazo, podríamos considerar que existe un importante potencial al alza en las rentabilidades reales, lo que podría generar preocupaciones sobre la sostenibilidad de la deuda.

De esta forma, en un contexto en el que es de esperar que el BCE siga bajando tipos en la primera mitad de este año, se observa que la curva de gobierno de la Zona Euro tiene un margen significativo de apuntamiento, especialmente entre los vencimientos más largos (5 a 30 años).

RESUMEN DE **MERCADO**

Conclusiones

1. Hasta mediados de este mes, las curvas de gobierno europeas, especialmente los tramos más largos, han registrado importantes tensionamientos liderados fundamentalmente por el componente real.
2. La transición ecológica, los cambios geopolíticos debido a la invasión rusa de Ucrania y las tensiones entre EEUU y China, junto con los avances en inteligencia artificial y digitalización, requerirán inversiones excepcionalmente elevadas tanto por el sector público como privado.
3. Todo ello apunta a unas rentabilidades reales más elevadas incluso en un escenario de bajo crecimiento, con un margen significativo de steepening especialmente entre el 5 y el 30 años.

MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

FECHA	PAÍS	EVENTO
2025		
29 de enero	EEUU	Anuncio tipos Fed
30 de enero	UME	Anuncio tipos BCE
6 de febrero	Reino Unido	Anuncio de tipos del BoE
Mediados de febrero	UME	Previsiones económicas de la CE
Mediados de febrero	UME	Lagarde realiza un discurso ante el Parlamento de la UE
23 de febrero	Alemania	Elecciones anticipadas (Bundestag)
Principios de marzo	UME	Discurso semestral de Powell ante Congreso y Senado
2 de marzo	Alemania	Elecciones en Hamburg
6 de marzo	UME	Anuncio tipos BCE y proyecciones macro del staff técnico
12 de marzo	UME	Conferencia de BCE y Watchers en Frankfurt
19 de marzo	EEUU	Anuncio de tipos del FOMC y proyecciones macro
20 de marzo	Reino Unido	Anuncio de tipos BoE
31 de marzo	Francia	La Corte de París anuncia veredicto sobre el caso de posible inapropiación de fondos de la UE por parte de Le Pen
15-20 de abril	Global	Reunión de Primavera del FMI y Banco Mundial
17 de abril	UME	Anuncio tipos BCE
7 de mayo	EEUU	Anuncio tipos Fed
8 de mayo	Reino Unido	Anuncio tipos BoE e Informe de Política Monetaria
Mediados de mayo	Alemania	Estimación de impuestos (2025-2029)
Mediados de mayo	UME	Estimaciones de primavera de la CE
En junio	Global	Reunión del G7 en Canadá
5 de junio	UME	Anuncio tipos BCE y proyecciones macro del staff técnico
18 de junio	EEUU	Anuncio de tipos del FOMC y proyecciones macro
18 de junio	Reino Unido	Anuncio tipos BoE
1 de julio	Dinamarca	Dinamarca asume la presidencia del Consejo de la UE durante el 2S.25
Principios de julio	UME	Foro económico del BCE en Sintra (incluye resultados de la revisión estratégica del BCE)
Mediados de julio	EEUU	Discurso semestral de Powell ante Congreso y Senado
24 de julio	UME	Anuncio tipos BCE
30 de julio	EEUU	Anuncio tipos Fed
7 de agosto	Reino Unido	Anuncio tipos BoE e Informe de Política Monetaria
Finales de agosto	EEUU	Foro económico de la Fed en Jackson Hole
11 de septiembre	UME	Anuncio tipos BCE
17 de septiembre	EEUU	Anuncio tipos Fed
18 de septiembre	Reino Unido	Anuncio tipos BoE
Finales de septiembre	UME	Lagarde realiza un discurso ante el Parlamento de la UE
Mediados de octubre	UME	Fecha límite para remitir borrador de presupuestos 2026 a la CE

MERCADOS GLOBALES

MERCADOS

RENTABILIDADES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2 años	2.227	2.222	2,1	2.082
		5 años	2.309	2.328	2,19	2.154
		10 años	2.498	2.526	2.396	2.367
	Francia	2 años	2.381	2.386	2.291	2,27
		5 años	2.803	2.857	2.754	2.722
		10 años	3.249	3.301	3.213	3.195
	EEUU	2 años	4.1801	4.2826	4.3262	4.2416
		5 años	4.3032	4.4313	4.4613	4.382
		10 años	4.502	4.627	4.6253	4.569
Periféricos	España	2 años	2.464	2.44	2.282	2.253
		5 años	2.704	2.711	2.611	2,58
		10 años	3.135	3.161	3.084	3.061
	Irlanda	5 años	2.511	2.484	2.307	2.257
		10 años	2.774	2.801	2.683	2.643
	Italia	2 años	2.531	2.505	2.418	2.422
		5 años	2.976	2.962	2.881	2.865
		10 años	3.612	3.619	3.543	3.522
	Portugal	2 años	2.23	2.215	2.122	2.247
5 años		2.396	2.394	2.272	2.243	
10 años		2.924	2.944	2.868	2.848	

DIFERENCIALES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Francia-Alemania	2 años	15,4	16,4	19,1	18,8
		5 años	49,4	52,9	56,4	56,8
		10 años	75,1	77,5	81,7	82,8
Periféricos vs Alemania	España-Alemania	2 años	23,7	21,8	18,2	17,1
		5 años	39,5	38,3	42,1	42,6
		10 años	63,7	63,5	68,8	69,4
	Irlanda-Alemania	5 años	20,2	15,6	11,7	10,3
		10 años	27,6	27,5	28,7	27,6
	Italia-Alemania	2 años	30,4	28,3	31,8	34
		5 años	66,7	63,4	69,1	71,1
		10 años	111,4	109,3	114,7	115,5
	Portugal-Alemania	2 años	0,3	-0,7	2,2	16,5
		5 años	8,7	6,6	8,2	8,9
		10 años	42,6	41,8	47,2	48,1
	Alemania-EEUU	2 años	-195,31	-206,1	-223	-215,96
		5 años	-199,42	-210,3	-227	-222,8
		10 años	-200,4	-210,1	-223	-220,2
	España-Italia	2 años	-6,7	-6,5	-13,6	-16,9
		5 años	-27,2	-25,1	-27	-28,5
		10 años	-47,7	-45,8	-45,9	-46,1

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado
Futuros	Bund	132,07	131,84	133,02	133,44
	T Bond	109,31	108,55	108,44	108,75
	Bono italiano	119,31	119,24	119,85	119,98
	Bono español	124,6	125,04	126,21	126,01
	Dólar / Euro	1,0514	1,0385	1,0426	1,0349
Divisas	Libra / Dólar	1,2506	1,2282	1,2578	1,2519
	Libra / Euro	1,1895	1,1826	1,2064	1,2097
	Yen / Dólar	153,93	155,83	157,87	157,37
	Yen / Euro	161,81	161,84	164,59	162,89
	Franco Suizo / Dólar	0,8975	0,9082	0,902	0,9078
	Franco Suizo / Euro	1,0596	1,0603	1,0637	1,0644
Commodities	Brent	78,81	82,20	73,24	74,11
	West Texas	76,04	78,54	71,24	72,50
	Oro	2.766,8	2.707,6	2.621,4	2.624,4
	Plata	30,47	30,49	29,39	28,84
	Platino	957,8	965,5	935,4	910,5

SWAP SPREAD

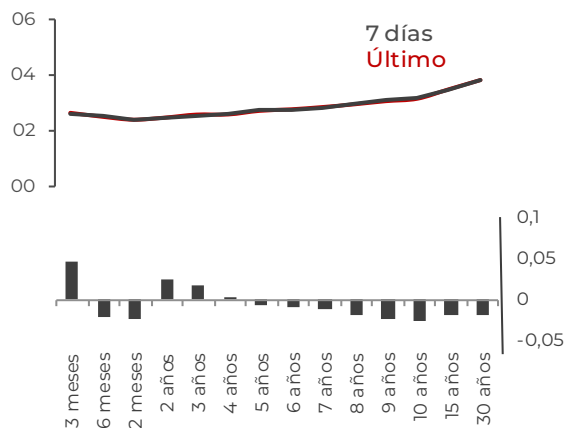
		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-13,9	-12,6	-12,4	-11,1
		5 años	-71,6	-5,45	-9,41	-9,2
		10 años	3,9	4,475	0,625	0,5
	EEUU-Swap	2 años	17,76	15,12	19,77	17,135
		5 años	34,46	32,828	38,34	37,075
		10 años	50,64	50,21	53,22	53,79
Curva Swap	Curva Swap EUR	2 años	2,366	2,348	2,224	2,193
		5 años	2,3906	2,3925	2,2841	2,246
		10 años	2,459	2,48125	2,38975	2,362
	Curva Swap USD	2 años	4,0025	4,1314	4,1285	4,07025
		5 años	3,9586	4,10302	4,0779	4,01125
		10 años	3,9956	4,1249	4,0931	4,0311

NDIENTES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado
Alemania	2-5	8,2	10,6	9	7,2
	5-10	18,9	19,8	20,6	21,3
	2-10	27,1	30,4	29,6	28,5
EEUU	2-5	12,31	14,87	13,51	14,04
	5-10	19,88	19,57	16,4	18,7
	2-10	32,19	34,44	29,91	32,74
España	2-5	24	27,1	32,9	32,7
	5-10	43,1	45	47,3	48,1
	2-10	67,1	72,1	80,2	80,8
Italia	2-5	44,5	45,7	46,3	44,3
	5-10	63,6	65,7	66,2	65,7
	2-10	108,1	111,4	112,5	110

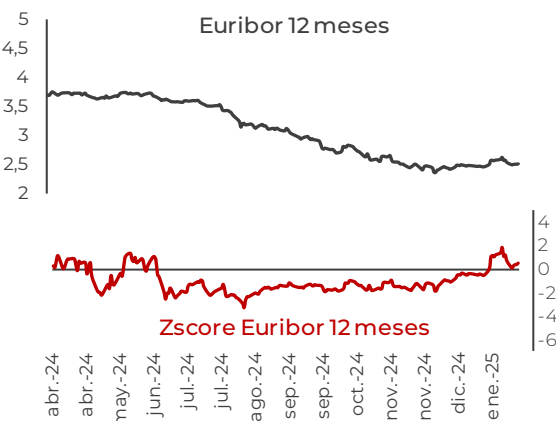
Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



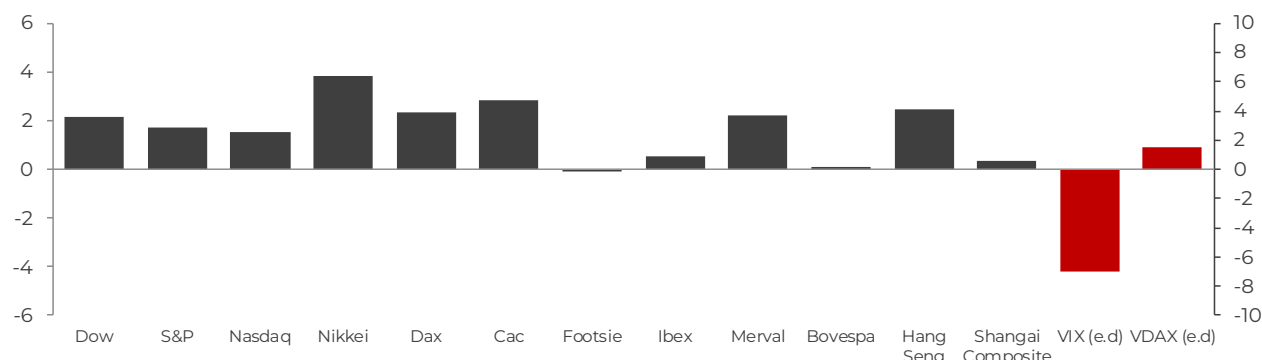
Evolución EURIBOR 12 meses.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Bolsas Mundiales (Ultima semana).

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



POLÍTICA MONETARIA Y LIQUIDEZ

Evolución Condiciones Liquidez Euro Zona.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
CONDICIONES LIQUIDEZ EUROZONA				
MRO (kMn €)	9,1	↑	8,04	7,95
Liquidez Total (kMn€)	3.108,6	↑	3.107,1	3.054,4
Exceso Liquidez (kMn€)	2.944,7	↑	2.943,2	2.890,4
Balance BCE (kMn€)	6.403,4	↓	6.407,2	6.357,0

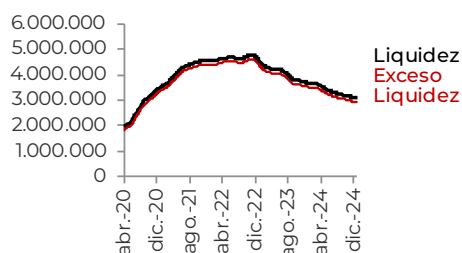
TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA

€STR 3m (%)	2,573	↓	2,609	2,680
€STR 12m (%)	2,394	↑	2,393	2,311
Euribor 3m (%)	2,641	↓	2,704	2,715
Euribor 12m (%)	2,499	↓	2,524	2,471

MRO: Operaciones refinanciación 1 semana. Liquidez Total: Suma de Depósitos y Cuentas Corrientes en BCE; Exceso Liquidez: Liquidez Total menos Reservas Obligatorias

Liquidez Eurosistema. Millones Euros.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Bancos Centrales. (%)

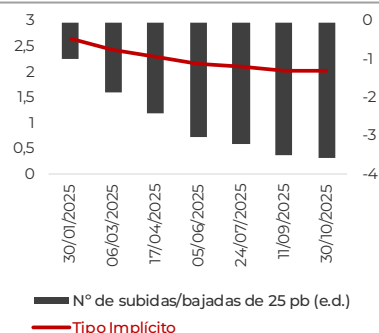
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
BCE				
BCE Tipo General	3,15	→	3,15	3,15
BCE Tipo Depósito	3,0	↓	3,3	3,3
BCE Tipo Marginal	3,40	↓	3,65	3,65
Eonia 1Y1Y	2,15	↑	0,05	0,19
Reserva Federal				
Fed Fund	4,50	→	4,50	4,5
Fed Discount	4,50	→	4,50	4,5
OIS 1Y1Y	3,91	↓	-0,14	-0,14

Perspectiva de tipos del BCE por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

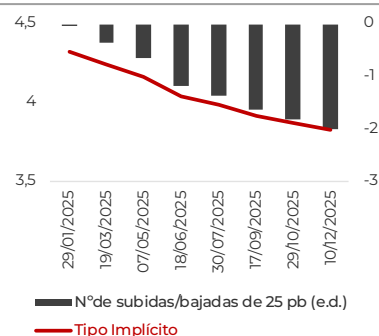
Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
30/01/2025	-0,972	-97,2	-0,243	2,673
06/03/2025	-1,858	-88,5	-0,464	2,451
17/04/2025	-2,383	-52,5	-0,596	2,32
05/06/2025	-3,001	-61,8	-0,75	2,165
24/07/2025	-3,2	-19,9	-0,8	2,116
11/09/2025	-3,475	-27,5	-0,869	2,047
30/10/2025	-3,55	-7,5	-0,888	2,028



Perspectiva de tipos de la Fed por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
29/01/2025	-0,027	-2,7	-0,007	4,323
19/03/2025	-0,352	-32,5	-0,088	4,241
07/05/2025	-0,651	-29,9	-0,163	4,166
18/06/2025	-1,175	-52,4	-0,294	4,035
30/07/2025	-1,367	-19,1	-0,342	3,988
17/09/2025	-1,644	-27,8	-0,411	3,918
29/10/2025	-1,827	-18,2	-0,457	3,873
10/12/2025	-1,996	-17	-0,499	3,83



DEUDA PÚBLICA

CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

	Agencia	ACTUAL		ANTERIOR	
		Calificación	Panorama	Calificación	Panorama
Rumanía	S&P	BBB-	NEG	BBB-	-

En **ROJO** modificación negativa, en **ACERO** positiva, en **GRIS** sin calificación anterior.

ESTIMACIONES DE FLUJOS PRIMARIOS DE GOBIERNO SEMANA

UME

EMISIONES BONOS UME EN LA SEMANA				VENCIMIENTOS BONOS UME EN LA SEMANA		
Fecha	País	Plazo	Emisión (MM)	País	Emisiones (MM)	Vencimientos (MM) Emisión Neta (MM)
27/01/2025	UE	oct-29	2,6	AL	5,0	5,0
27/01/2025	UE	dic-34	1,9	FR		
28/01/2025	PB	ene-30	2,5	IT	3,0	3,0
28/01/2025	IT	feb-27	3,0	ES		
28/01/2025	AL	mar-27	5,0	AU		
29/01/2025	AK	feb-35	4,5	BE		
				PB	2,5	2,5
				PO		
				FIN		
				GR		
				IRL		
				UE	4,5	4,5
TOTAL			19,5	TOTAL	15,0	15,0

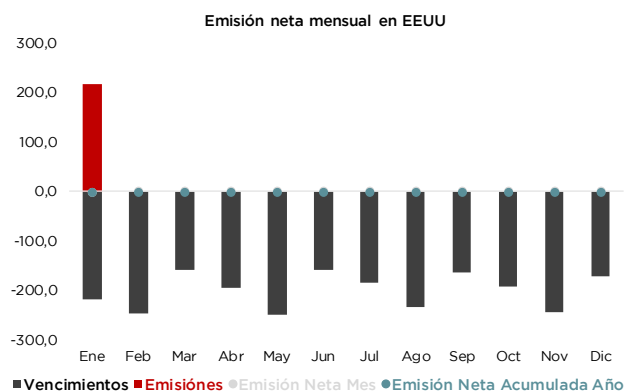
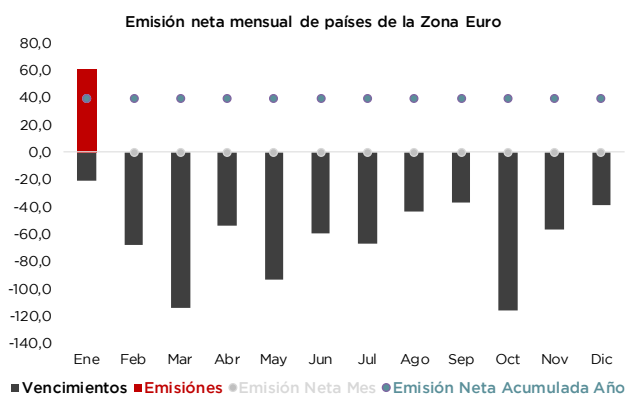
NOTA: Los vencimientos de deuda contemplan sólo bonos de gobierno nominales y vinculados a inflación (BKO, OBL, DBR, FRTR, BTPS, SPGB, RAGB, BGB, NETHER, PGB, RFGB, GGB, IRISH, DBRi y SPGBEi)

EEUU

EMISIONES BONOS EEUU EN LA SEMANA				VENCIMIENTOS BONOS EEUU EN LA SEMANA		
Fecha	País	Plazo	Emisión (MM)	País	Emisiones (MM)	Vencimientos (MM) Emisión Neta (MM)
				EEUU		119,339 -119
TOTAL			0	TOTAL	119,34	-119

NOTA: Los vencimientos de deuda contemplan sólo bonos de gobierno nominales y vinculados a inflación (T y TII)

EVOLUCIÓN EMISIÓN DE DEUDA NETA EN EL AÑO



DEUDA PÚBLICA

CALENDARIO DE REVISIÓN DE RATING SOBERANOS

FECHA PUBLICACIÓN RATINGS POR PAÍS Y AGENCIA

AUSTRIA		BÉLGICA		CHIPRE		ESTONIA		FINLANDIA	
Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia
10-ene.-25	DBRS	24-ene.-25	DBRS	21-mar.-25	DBRS	17-ene.-25	Fitch	7-feb.-25	Fitch
10-ene.-25	Fitch	7-feb.-25	Fitch	16-may.-25	S&P	7-mar.-25	Moody's	21-mar.-25	DBRS
14-feb.-25	S&P	11-abr.-25	Moody's	23-may.-25	Fitch	30-may.-25	S&P	25-abr.-25	S&P
21-feb.-25	Moody's	25-abr.-25	S&P	23-may.-25	Moody's	6-jun.-25	DBRS	13-jun.-25	Moody's
6-jun.-25	DBRS	13-jun.-25	Fitch	19-sep.-25	DBRS	6-jun.-25	Fitch	25-jul.-25	Fitch
6-jun.-25	Fitch	25-jul.-25	DBRS	14-nov.-25	S&P	5-sep.-25	Moody's	19-sep.-25	DBRS
8-ago.-25	S&P	24-oct.-25	S&P	21-nov.-25	Fitch	28-nov.-25	S&P	24-oct.-25	S&P
22-ago.-25	Moody's	5-dic.-25	Fitch	21-nov.-25	Moody's	5-dic.-25	DBRS	12-dic.-25	Moody's
5-dic.-25	DBRS					5-dic.-25	Fitch		
5-dic.-25	Fitch								

FRANCIA		ALEMANIA		GRECIA		IRLANDA		ITALIA	
Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia
25-feb.-25	S&P	31-ene.-25	S&P	7-mar.-25	DBRS	14-feb.-25	Moody's	4-abr.-25	Fitch
14-mar.-25	Fitch	28-feb.-25	Fitch	14-mar.-25	Moody's	14-mar.-25	DBRS	11-abr.-25	S&P
21-mar.-25	DBRS	9-may.-25	Moody's	18-abr.-25	S&P	21-mar.-25	S&P	18-abr.-25	DBRS
11-abr.-25	Moody's	30-may.-25	DBRS	16-may.-25	Fitch	9-may.-25	Fitch	23-may.-25	Moody's
30-may.-25	S&P	13-jun.-25	S&P	5-sep.-25	DBRS	15-ago.-25	Moody's	19-sep.-25	Fitch
12-sep.-25	Fitch	11-jul.-25	Fitch	19-sep.-25	Moody's	12-sep.-25	DBRS	10-oct.-25	S&P
19-sep.-25	DBRS	7-nov.-25	Moody's	17-oct.-25	S&P	19-sep.-25	S&P	17-oct.-25	DBRS
24-oct.-25	Moody's	28-nov.-25	DBRS	14-nov.-25	Fitch	7-nov.-25	Fitch	21-nov.-25	Moody's
28-nov.-25	S&P	5-dic.-25	S&P						

LETONIA		LIUTANIA		LUXEMBURGO		MALTA		HOLANDA	
Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia
24-ene.-25	Moody's	11-abr.-25	DBRS	24-ene.-25	S&P	7-mar.-25	Fitch	24-ene.-25	Fitch
14-feb.-25	DBRS	11-abr.-25	Moody's	7-feb.-25	Moody's	11-abr.-25	DBRS	28-feb.-25	DBRS
9-may.-25	Fitch	2-may.-25	Fitch	2-may.-25	DBRS	16-may.-25	Moody's	28-feb.-25	Moody's
30-may.-25	S&P	30-may.-25	S&P	16-may.-25	Fitch	6-jun.-25	S&P	18-abr.-25	S&P
25-jul.-25	Moody's	10-oct.-25	DBRS	25-jul.-25	S&P	5-sep.-25	Fitch	18-jul.-25	Fitch
15-ago.-25	DBRS	10-oct.-25	Moody's	8-ago.-25	Moody's	10-oct.-25	DBRS	29-ago.-25	DBRS
7-nov.-25	Fitch	24-oct.-25	Fitch	31-oct.-25	DBRS	14-nov.-25	Moody's	29-ago.-25	Moody's
28-nov.-25	S&P	28-nov.-25	S&P	31-oct.-25	Fitch	5-dic.-25	S&P	17-oct.-25	S&P

PORTUGAL		ESLOVAQUIA		ESLOVENIA		ESPAÑA		CROACIA	
Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia
17-ene.-25	DBRS	7-feb.-25	DBRS	4-abr.-25	Fitch	14-mar.-25	S&P	14-mar.-25	Fitch
28-feb.-25	S&P	25-abr.-25	S&P	11-abr.-25	Moody's	28-mar.-25	Moody's	14-mar.-25	S&P
14-mar.-25	Fitch	16-may.-25	Fitch	23-may.-25	DBRS	11-abr.-25	Fitch	9-may.-25	Moody's
16-may.-25	Moody's	13-jun.-25	Moody's	6-jun.-25	S&P	30-may.-25	DBRS	12-sep.-25	Fitch
18-jul.-25	DBRS	8-ago.-25	DBRS	3-oct.-25	Fitch	12-sep.-25	S&P	12-sep.-25	S&P
29-ago.-25	S&P	24-oct.-25	S&P	10-oct.-25	Moody's	26-sep.-25	Fitch	7-nov.-25	Moody's
12-sep.-25	Fitch	14-nov.-25	Fitch	21-nov.-25	DBRS	26-sep.-25	Moody's		
14-nov.-25	Moody's	12-dic.-25	Moody's	21-nov.-25	S&P	28-nov.-25	DBRS		

EFSF		ESM		UE		REINO UNIDO	
Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia	Fecha	Agencia
10-ene.-25	Fitch	10-ene.-25	Fitch	4-abr.-25	Moody's	28-feb.-25	Fitch
17-ene.-25	DBRS	17-ene.-25	DBRS	25-abr.-25	DBRS	11-abr.-25	S&P
31-ene.-25	S&P	31-ene.-25	S&P	3-oct.-25	Moody's	22-sep.-25	Fitch
2-may.-25	Moody's	2-may.-25	Moody's	24-oct.-25	DBRS	10-oct.-25	S&P
4-jul.-25	Fitch	4-jul.-25	Fitch				
18-jul.-25	DBRS	18-jul.-25	DBRS				
1-ago.-25	S&P	1-ago.-25	S&P				
31-oct.-25	Moody's	31-oct.-25	Moody's				
12-Dec-25	Fitch	12-dic.-25	Fitch				

DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

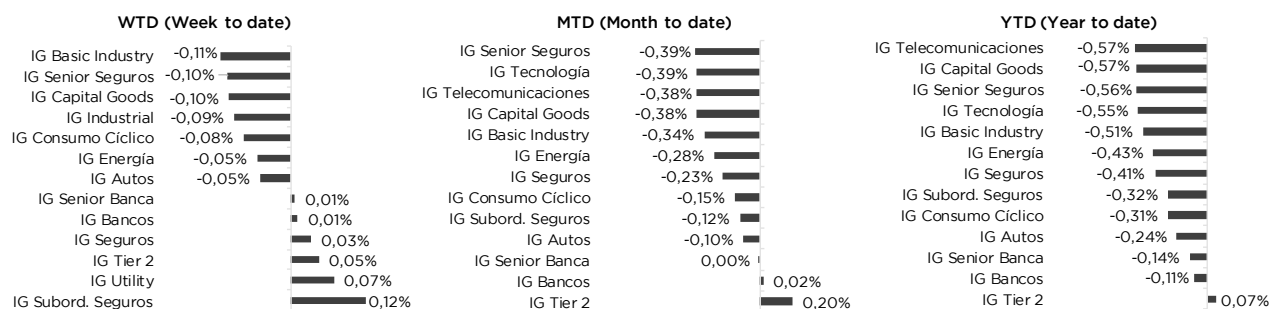
Comportamiento del crédito en EUR

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	OAS vs Govt				Rentabilidad Efectiva				Total Return		
	Último	WTD	MTD	YTD	Último	WTD	MTD	YTD	WTD	MTD	YTD
Rating											
IG Corporates	95	-3	-6	-7	3,34%	1,03%	4,11%	4,88%	-0,07%	-0,24%	-0,41%
AAA	53	-2	-4	-4	3,34%	0,88%	1,99%	2,85%	-0,14%	-0,74%	-0,91%
AA	57	-1	-3	-4	3,09%	1,25%	4,10%	4,93%	-0,11%	-0,56%	-0,69%
A	84	-3	-6	-7	3,51%	0,69%	2,88%	3,60%	0,00%	-0,36%	-0,51%
BBB	109	-3	-6	-6	3,76%	0,63%	2,70%	3,39%	0,01%	-0,32%	-0,46%
HY Corporates	295	-10	-14	-14	5,77%	-0,64%	0,86%	1,34%	0,22%	0,18%	0,13%
BB	187	-13	-14	-17	4,44%	-1,97%	0,90%	0,93%	0,18%	0,04%	-0,01%
B	321	-5	-21	-15	6,27%	0,88%	0,37%	1,55%	0,29%	0,37%	0,32%
CCC	1.103	-14	1	-6	14,30%	-0,34%	1,59%	1,31%	0,44%	1,12%	1,06%
Sectores											
IG Bancos	95	-4	-11	-12	3,29%	0,59%	2,87%	3,56%	0,01%	0,02%	-0,11%
IG Seguros	118	-5	-8	-8	3,59%	0,37%	3,41%	4,25%	0,03%	-0,23%	-0,41%
IG REITS	112	-1	0	-1	3,52%	1,52%	5,72%	6,47%	-0,17%	-0,56%	-0,75%
IG Industrial	87	-2	-4	-5	3,43%	1,16%	3,88%	4,67%	-0,09%	-0,43%	-0,60%
IG Utility	103	-2	-4	-4	4,03%	0,56%	2,32%	2,99%	0,07%	-0,52%	-0,68%
IG Basic Industry	91	-2	-5	-6	3,30%	1,34%	4,42%	5,22%	-0,11%	-0,34%	-0,51%
IG Capital Goods	78	-2	-4	-5	3,18%	1,32%	4,90%	5,83%	-0,10%	-0,38%	-0,57%
IG Telecomunicaciones	90	-2	-5	-6	3,32%	1,35%	4,61%	5,45%	-0,15%	-0,38%	-0,57%
IG Consumo Cíclico	102	-2	-7	-8	3,42%	1,05%	3,65%	4,39%	-0,08%	-0,15%	-0,31%
IG Autos	110	-3	-8	-8	3,47%	0,89%	3,34%	3,99%	-0,05%	-0,10%	-0,24%
IG Consumo No Cíclico	79	-1	-3	-4	3,22%	1,57%	5,13%	6,05%	-0,17%	-0,47%	-0,68%
IG Energía	102	-3	-6	-7	3,43%	0,78%	3,94%	4,54%	-0,05%	-0,28%	-0,43%
IG Tecnología	79	-1	-2	-3	3,16%	1,72%	5,81%	6,67%	-0,15%	-0,39%	-0,55%
IG Transporte	92	-1	-3	-4	3,31%	1,70%	5,25%	6,11%	-0,15%	-0,41%	-0,59%
Pendiente											
IG 1-3yr	77	-3	-5	-6	3,27%	0,61%	3,31%	3,55%	0,03%	-0,14%	-0,17%
IG 3-5yr	96	-3	-6	-7	3,48%	0,94%	3,53%	4,38%	-0,03%	-0,33%	-0,45%
IG 5-7yr	107	-2	-6	-6	3,64%	0,79%	3,40%	4,44%	-0,05%	-0,41%	-0,62%
IG 7-10yr	110	-2	-6	-7	3,82%	0,57%	2,36%	3,34%	-0,06%	-0,50%	-0,76%
IG +10yr	99	-1	-5	-5	4,69%	0,10%	1,04%	1,82%	0,14%	-0,78%	-1,12%

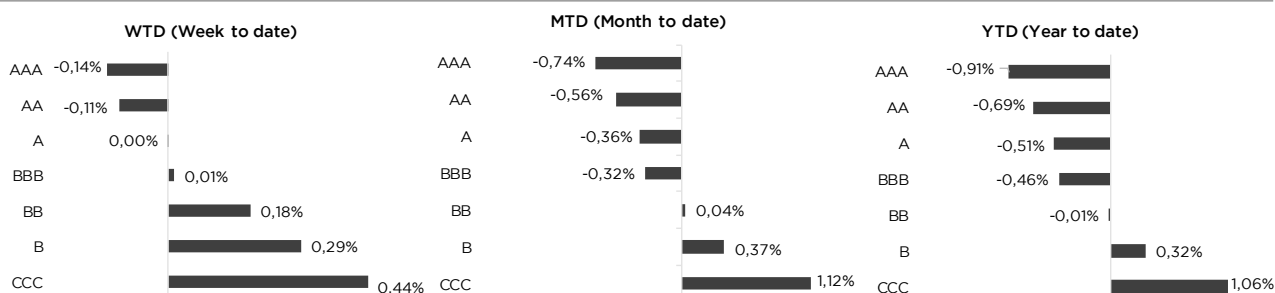
Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Clasificación de peor a mejor comportamiento por Rating (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

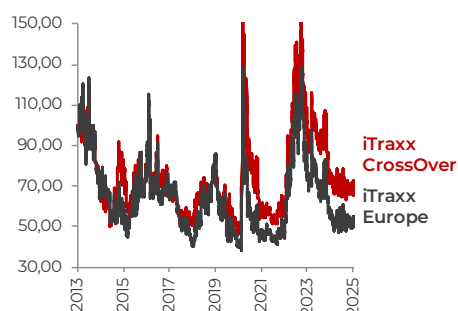


DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

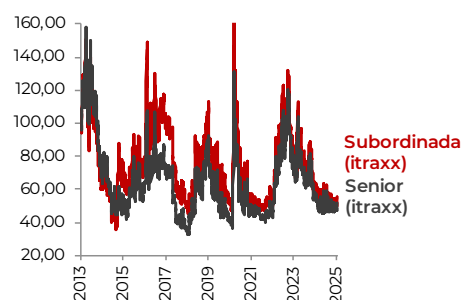
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Evolución índice iTraxx Senior y Subordinada. (pb)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



CAMBIOS DE RATING DE DEUDA PRIVADA

	Agencia	ACTUAL		ANTERIOR	
		Calificación	Panorama	Calificación	Panorama
Carlsberg Breweries A/S	Fitch	BBB+	NEG	BBB+	REV. NEG
NTT Finance Corp	Moody's	A2	STBL	A1	-
Novo Nordisk Finance Netherlands BV	Moody's	Aa3	STBL	A1	STBL

En **ROJO** modificación negativa, en **ACERO** positiva, en **GRIS** sin calificación anterior.

Moody's afirma rating a CDP Financial Inc en Aaa

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

Silvia Verde (Analista)

sverde@inverseguros.es

Patricia Rubio (Soporte Adtvo)

prubio@inverseguros.es



Calle Dr. Fleming, 11 1ª CD
28036 (Madrid)
+34 91 312 48 01
analisis@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, SAU y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, SAU es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, SV no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de valores, SAU. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que Inverseguros Sociedad de Valores, pueda tener una posición en los valores a los que se refiere la presente Nota, negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.