

RESUMEN DE MERCADO

martes, 25 de febrero 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

Durante la semana pasada, las discusiones sobre cómo aumentar el gasto en defensa en el marco de la Unión Europea empezaron a cobrar mayor relevancia, especialmente a raíz de la cumbre de líderes europeos convocada por Macron para abordar la estrategia común respecto a Ucrania.

En este sentido, no se trata de una preocupación nueva ya que es algo que se ha venido tratando de forma recurrente desde la invasión de Ucrania por parte de Rusia en 2022. De hecho, los esfuerzos acumulados en este sentido han sido más que evidentes, con un incremento del gasto en defensa del conjunto de la UE, entre 2021 y 2024 de más del 30% (ver gráfico 1), hasta alcanzar el 2.0% del PIB de media actual.

En el informe de esta semana queremos analizar este extremo, además de las opciones de financiación existentes y con ello cómo la necesidad de fortalecer la defensa europea afectará a los mercados de bonos europeos.

GRÁFICO 1: Evolución del gasto en defensa UE

Fuente: European Council e Inverseguros

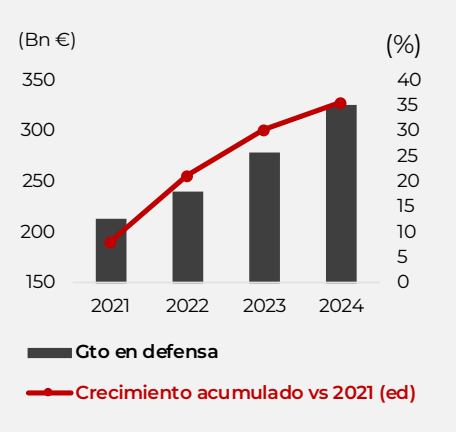
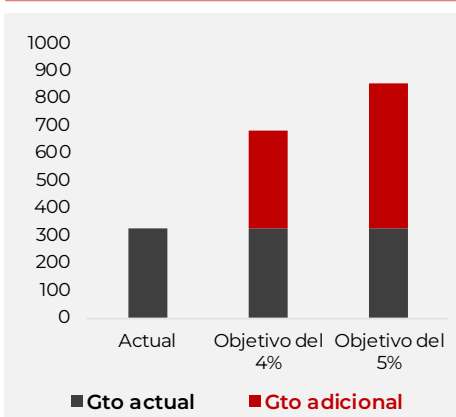


GRÁFICO 2: Incremento en el gasto en defensa según objetivo

Fuente: OTAN e Inverseguros



Cambios en las reglas del juego

Hace un par de semanas el Secretario de Defensa de EEUU, Pete Hegseth, advirtió a los países europeos de la OTAN en una reunión del Grupo de Contacto para la Defensa de Ucrania en Bruselas, que EEUU aunque seguirá comprometido con la alianza, ya no centrará su atención en la seguridad de Europa.

Estas declaraciones se interpretaron como una llamada de atención para los políticos de la Unión Europea, instándolos a reforzar sus capacidades de defensa y a no depender en exceso del apoyo estadounidense. En este sentido, el cambio en las prioridades de seguridad de EEUU, obliga a los países europeos a invertir más en defensa, fortaleciendo sus estructuras de seguridad para garantizar la estabilidad sin depender de forma tan importante de la intervención estadounidense.

Para lograrlo, se estima que la UE deberían incrementar su gasto en defensa hasta el entorno del 4.0% del PIB, lo que supondría duplicar los niveles actuales. Y es que, según datos publicados por la OTAN, a cierre de 2024, el gasto en defensa a precios corrientes habría ascendido a 326.000 millones de euros, lo que supone entorno al 2.0% del PIB nominal del conjunto de la UME. De esta manera, para alcanzar el 4.0% anteriormente comentado se necesitaría incrementar el gasto en unos 360.000 millones adicionales, mientras que si se plantea un objetivo en el entorno del 5%, tal y como ha exigido Trump recientemente, estaríamos hablando de aumentar el gasto en defensa en unos 530.000 millones de euros respecto a los niveles actuales (gráfico 2).

De esta forma se observa, un incremento potencial del gasto en defensa muy relevante, donde las principales economías de la

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 3: Evolución del gasto en defensa por economías vs objetivo

Fuente: OTAN e Inverseguros



Zona Euro como es el caso de Alemania, Francia, Italia y España, tendrán que realizar un esfuerzo muy importante, siendo el de estas dos últimas economías aún mayor ya que a día de hoy todavía se encuentran lejos del objetivo inicial del 2% del PIB (ver gráfico 3).

¿Qué efecto tendrá este gasto adicional en las finanzas públicas de las principales economías de la Zona Euro?

Llegados a este punto nos planteamos el efecto que puede llegar a tener este incremento del gasto en las finanzas públicas de cada uno de los principales países de la Unión Europea, como son Francia, Italia, España y Alemania, con el fin de determinar el esfuerzo que deberán realizar cada uno de estos países para poder alcanzar el objetivo de gasto en defensa y a su vez cumplir con la senda de consolidación fiscal planteada por la UE.

En este sentido, partimos del gasto en defensa que, según la OTAN, ostenta cada una de dichas economías a cierre de 2024, además de los desequilibrios presupuestarios que ya arrastran cada una de ellas junto con la potencial corrección de sus déficits primarios que les ha exigido la Comisión Europea. Todo ello suponiendo que el objetivo del 4% de gasto en defensa planteado anteriormente se podrá alcanzar en un horizonte temporal de 5 años (ver gráfico 4 y tabla 1).

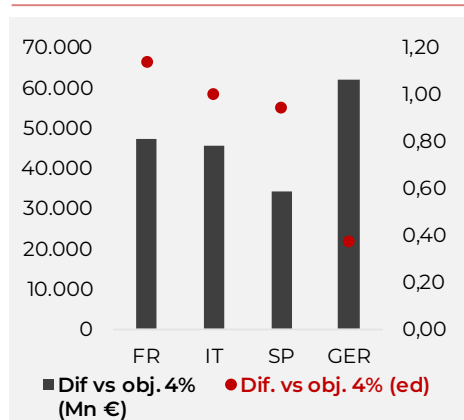
Tabla 1: Estimación de ajuste fiscal necesario para cumplir objetivos de la UE y gasto en defensa del 4%

Fuente: Bloomberg, OTAN e Inverseguros

	Gto en defensa (% PIB)	Dif vs obj 4%	Incremento del gasto en 5 años	Ajuste primario CE	Ajuste total
Francia	2,06	1,94	0,39	0,75	1,14
Italia	1,49	2,51	0,50	0,5	1,00
España	1,28	2,72	0,54	0,4	0,94
Alemania	2,12	1,88	0,38		0,38

GRÁFICO 4: Incremento en gasto en defensa para alcanzar el 4% objetivo

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



De esta forma obtenemos que:

1. En el caso de Francia, considerando que el nivel de gasto en defensa del país se encuentra en el 2.06% del PIB, para alcanzar el 4.0% en 5 años implicaría un incremento del esfuerzo anual del 0.39%, a lo que habría que sumarle una reducción del 0.75% anual de su déficit primario exigido al país por parte de la Comisión Europea en los próximos 7 ejercicios. De esta forma, Francia tendría que realizar ajustes de algo más del 1.1% del PIB para poder cumplir tanto con las exigencias de la UE como con el gasto en defensa.
2. En el caso de España e Italia se parte de niveles de gasto en defensa sensiblemente menores al de Francia (1.28% y 1.49% sobre PIB respectivamente), si bien es cierto que los ajustes en materia presupuestaria exigidos por la CE también son

RESUMEN DE MERCADO

inferiores a los de la economía gala (0.4% y 0.5% del PIB respectivamente). De esta forma, los ajustes que deberían realizar se situarían en el entorno del 1.0% en ambos casos.

3. Alemania sería sin duda la economía que se encontraría en un mejor escenario, teniendo que realizar un esfuerzo en gasto en defensa ligeramente por debajo del 0.4%, al encontrarse ya dentro del objetivo del 2% del PIB al cierre de 2024 y con unas finanzas públicas mucho más saneadas.

¿Cómo financiar este gasto?

De esta forma, el debate en cuanto a cómo financiar este gasto y cómo repartir el mismo entre los diferentes miembros de la Unión, se ha situado en el foco de atención.

Así, las principales vías que se podrían utilizar para lograrlo, son las siguientes: a) flexibilizar las reglas fiscales, b) reasignar fondos de recuperación y c) emitir eurobonos.

a) Relajar las reglas fiscales

Se trata de una propuesta respaldada por la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen, para permitir a los Estados miembros incrementar su gasto en defensa. Así, se plantea excluir las inversiones en defensa del cálculo del déficit y la deuda pública establecidos en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento con el fin de evitar sanciones en caso de incumplir con los compromisos fiscales.

De esta forma, dicha propuesta implica activar las cláusulas de "excepcionalidad" que ya se utilizaron durante la pandemia para otorgar una mayor flexibilidad a los países miembros, aunque en este caso permitiendo a los Estados aumentar su gasto en defensa sin que este compute en los límites fiscales habituales.

En cualquier caso cabe destacar que se trata de una medida meramente "estética" de cara a las cuentas públicas, ya que el hecho de que la CE no considere una parte del déficit como tal no supone que el mismo desaparezca por arte de magia. De esta forma los desequilibrios fiscales siguen existiendo, no afectando esta medida ni a la necesidad de emisión que ello acarrea ni por ello, a su efecto en las curvas de gobierno.

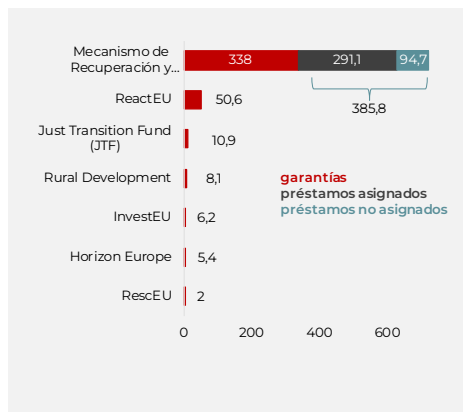
b) Reasignar fondos de recuperación

Se trata de una alternativa planteada por varios países y que permitiría cierta flexibilidad de cara al corto plazo. La propuesta pasaría por crear un nuevo capítulo dentro del Mecanismo de Recuperación y Resiliencia (RRF), similar al REPowerEU que se añadió en 2022 como consecuencia de la crisis energética. De esta forma, se podrían reutilizar 95.000 millones de euros de fondos no utilizados bajo el marco del

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 5: Desglose de los programas NextGenerationEU

Fuente: CE e Inverseguros



NextGenerationEU (gráfico 5) y que podrían estar disponibles hasta 2026 sin necesidad de modificar la estructura de garantías del plan. Se trata de una medida que, aunque requeriría de unanimidad entre todos los Estados miembros, debería de ser fácil de aprobar en la medida en que se trataría de recursos ya existentes y cuyo uso se limitaría a defensa y seguridad.

c) Crear un “Bono de Defensa” europeo

Se trata de la opción más ambiciosa y probablemente difícil de aprobar. La misma buscaría financiar colectivamente el aumento del gasto militar mediante la emisión de deuda conjunta de la UE, similar a lo que se hizo con los bonos NextGenerationEU para la recuperación post-COVID.

Sin embargo, sería complicado poder plantear similitudes con el contexto excepcional que supuso la pandemia ya que la crisis sanitaria planteaba una necesidad de gasto muy cortoplacista que en aquel momento resultaba totalmente inasumible para muchos países, escenario que no sería trasladable a la actualidad ya que el desembolso en defensa podría prolongarse durante varios ejercicios.

Además, una medida de estas características también requeriría unanimidad entre los Estados miembros, lo que plantea numerosas dificultades por varios motivos. En primer lugar, desde un punto de vista temporal, acarrearía unas negociaciones muy extensas que, probablemente, se prolongarían durante largo tiempo. En segundo lugar, una medida de estas características destinada a mutualizar la deuda generaría rechazo por parte de economías de mayor calidad crediticia como la alemana o los Países Bajos, que tendrían que respaldar las obligaciones financieras de los más débiles, perjudicando sus propias calificaciones y por extensión la del vehículo conjunto que se utilice para la emisión de la deuda agregada.

Impacto en los mercados financieros

Teniendo en cuenta todo lo comentado hasta el momento, el hecho de que Europa vaya a gastar mucho más en defensa llevará aparejado una mayor salida de papel, tanto en el caso de que la emisión deba afrontarse de forma individual como a través de una mutualización. Todo ello en un escenario de ausencia del BCE en materia de compras, lo que acabará incidiendo en una presión al alza sobre las rentabilidades de las curvas europeas.

De esta forma, las mismas es de esperar que sigan experimentando un proceso de steepening, con los tramos largos manteniéndose en niveles sensiblemente superiores a lo que muchos esperan. De la misma forma, ello justificaría una

RESUMEN DE **MERCADO**

ampliación de las primas de riesgo de los países de la Zona Euro y un mayor descenso de la swap spread alemana.

En este contexto, aunque seguimos esperando que el BCE siga bajando tipos, lo cierto es que la inflación podría volver a ser un problema, derivada del mencionado mayor gasto en defensa, lo que también justifica el mantenerse cautos a la hora de tomar duración.

Conclusiones

1. La UE ha aumentado su gasto en defensa de forma muy relevante en los últimos años, situándose en el 2% del PIB en 2024, siendo el objetivo el de alcanzar el 4% para reducir la dependencia de EEUU.
2. Francia, España e Italia deberán hacer ajustes muy relevantes en materia fiscal (entorno al 1% del PIB) para cumplir con los requerimientos de la UE por una parte y con el objetivo de gasto en defensa del 4% por otra.
3. El mayor gasto en defensa aumentará la emisión de deuda, presionando al alza las curvas europeas y ampliando las primas de riesgo. Por su parte, la presión al alza sobre la inflación seguirá justificando prudencia a la hora de tomar duración.

MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

FECHA	PAÍS	EVENTO
2025		
Mediados de febrero	UME	Previsiones económicas de la CE
27 de febrero	UME	Cuentas de política monetaria del BCE (reunión del 30 de enero)
2 de marzo	Alemania	Elecciones en Hamburg
6 de marzo	UME	Anuncio tipos BCE y proyecciones macro del staff técnico
10/11 marzo	UME	Reuniones del Eurogrupo y el Ecofin
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
20/21 de marzo	UME	Cumbre de la UE - Jefes de Estado o de Gobierno
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
11/12 de abril	UME	Reuniones del Eurogrupo y el Ecofin
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
12/13 de mayo	UME	Reuniones del Eurogrupo y el Ecofin
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
19/20 de junio	UME	Reuniones del Eurogrupo y el Ecofin
26/27 de junio	UME	Cumbre de la UE - Jefes de Estado o de Gobierno
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	2,092	2,14	2,29	2,082
		5 años	2,238	2,267	2,381	2,154
		10 años	2,472	2,489	2,569	2,367
	Francia	2 años	2,252	2,313	2,44	2,27
		5 años	2,689	2,708	2,867	2,722
		10 años	3,219	3,212	3,302	3,195
	EEUU	2 años	4,2772	4,2589	4,2655	4,2416
		5 años	4,2778	4,3274	4,426	4,382
		10 años	4,431	4,4762	4,6214	4,569
Periféricos	España	2 años	2,318	2,33	2,515	2,253
		5 años	2,615	2,638	2,76	2,58
		10 años	3,097	3,1	3,187	3,061
	Irlanda	5 años	2,454	2,453	2,585	2,257
		10 años	2,772	2,766	2,844	2,643
	Italia	2 años	2,426	2,403	2,575	2,422
		5 años	2,817	2,867	3,02	2,865
	Portugal	10 años	3,608	3,547	3,656	3,522
		2 años	2,065	2,115	2,27	2,247
		5 años	2,453	2,344	2,447	2,243
		10 años	2,993	2,916	2,976	2,848

DIFERENCIALES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado		
Core	Francia-Alemania	2 años	16	17,3	15	18,8	
		5 años	45,1	44,1	48,6	56,8	
		10 años	74,7	72,3	73,3	82,8	
		10 años	22,6	19	22,5	17,1	
España-Alemania		5 años	37,7	37,1	37,9	42,6	
		10 años	62,5	61,1	61,8	69,4	
		Irlanda-Alemania	5 años	21,6	18,6	20,4	10,3
			10 años	30	27,7	27,5	27,6
Italia-Alemania		2 años	33,4	26,3	28,5	34	
		5 años	57,9	60	63,9	71,1	
		10 años	113,6	105,8	108,7	115,5	
		Portugal-Alemania		2 años	-2,7	-2,5	-2
5 años	21,5			7,7	6,6	8,9	
10 años	52,1			42,7	40,7	48,1	
Alemania-EEUU				2 años	-212,52	-211,9	-198
		5 años	-203,98	-206	-205	-222,8	
		10 años	-195,92	-198,7	-205	-220,2	
		España-Italia		2 años	-10,8	-7,3	-6
5 años	-20,2			-22,9	-26	-28,5	
10 años	-51,1			-44,7	-46,9	-46,1	

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado
Futuros	Bund	132,28	132,22	131,25	133,44
	T Bond	109,58	109,31	108,47	108,75
	Bono italiano	119,86	119,94	118,86	119,98
	Bono español	125,62	125,96	125,08	126,01
	Dólar / Euro	1,047	1,0483	1,0497	1,0349
Divisas	Libra / Dólar	1,2628	1,2623	1,2484	1,2519
	Libra / Euro	1,2061	1,2042	1,1894	1,2097
	Yen / Dólar	149,57	151,39	156	157,37
	Yen / Euro	156,6	158,69	163,68	162,89
	Franco Suizo / Dólar	0,8991	0,9007	0,9059	0,9078
	Franco Suizo / Euro	1,0623	1,0592	1,0518	1,0644
	Commodities	Brent	75,03	75,00	80,31
West Texas		72,06	71,92	76,75	72,50
Oro		2,9441	2,8985	2,770,6	2,624,4
Plata		32,52	32,35	30,59	28,84
Platino		982,3	1,019,2	972,1	910,5

SWAP SPREAD

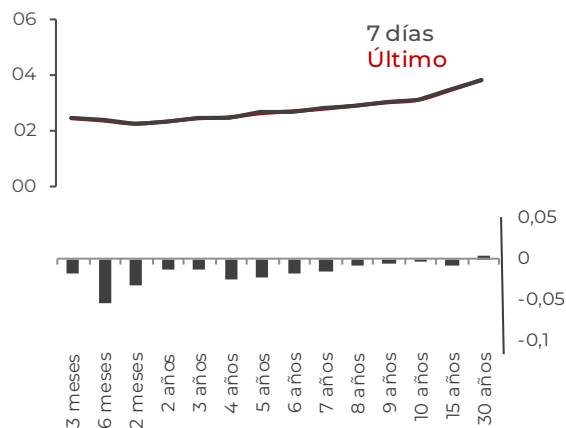
		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-12,847	-13,1	-11,2	-11,1
		5 años	-5,08	-6,308	-5,75	-9,2
		10 años	6,19	5,5	5,5	0,5
	EEUU-Swap	2 años	18,555	16,63	17,141	17,135
		5 años	32,205	31,946	34,286	37,075
		10 años	44,188	41,88	50,559	53,79
Curva Swap	Curva Swap EUR	2 años	2,22047	2,271	2,402	2,193
		5 años	2,2888	2,33008	2,4385	2,246
		10 años	2,4101	2,434	2,514	2,362
	Curva Swap USD	2 años	4,03165	4,0926	4,09409	4,07025
		5 años	3,95575	4,00794	4,08314	4,01125
		10 años	3,98932	4,0574	4,11581	4,0311

PENDIENTES

PENDIENTES			Último	5 días	1 mes	Fin año pasado
Core	Alemania	2-5	14,6	12,7	9,1	7,2
		5-10	23,4	22,2	18,8	21,3
		2-10	38	34,9	27,9	28,5
	EEUU	2-5	6,06	6,85	16,05	14,04
		5-10	15,34	14,88	19,54	18,7
		2-10	21,4	21,73	35,59	32,74
Periféricos	España	2-5	29,7	30,8	24,5	32,7
		5-10	48,2	46,2	42,7	48,1
		2-10	77,9	77	67,2	80,8
	Italia	2-5	39,1	46,4	44,5	44,3
		5-10	79,1	68	63,6	65,7
		2-10	118,2	114,4	108,1	110

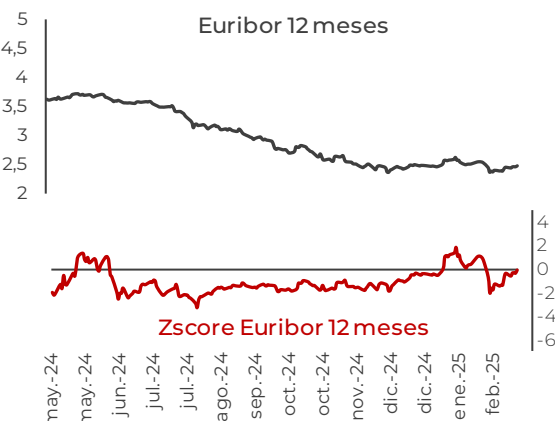
Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



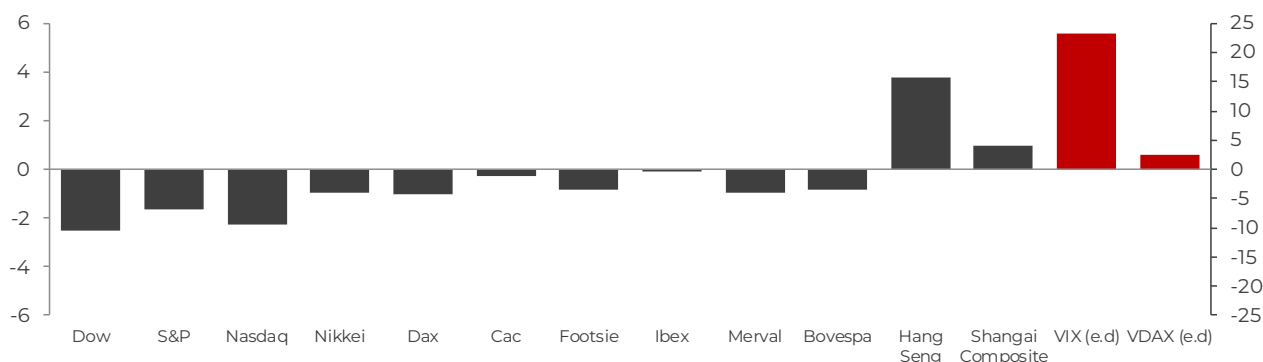
Evolución EURIBOR 12 meses.

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 €)	8,7	↑	6,17	8,04
Liquidez Total (kMn€)	3.016,8	↓	3.043,5	3.135,8
Exceso Liquidez (kMn€)	2.849,9	↓	2.876,7	2.971,9
Balance BCE (kMn€)	6.368,9	↓	6.371,0	6.409,3

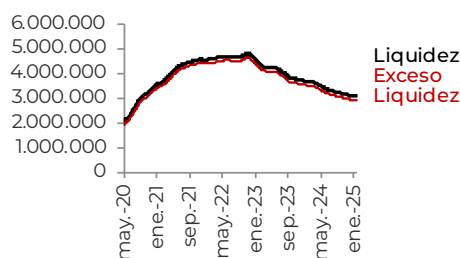
TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA

€STR 3m (%)	2,404	↓	2,442	2,585
€STR 12m (%)	2,330	↓	2,349	2,426
Euribor 3m (%)	2,521	↓	2,522	2,681
Euribor 12m (%)	2,463	↑	2,438	2,489

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. (%)

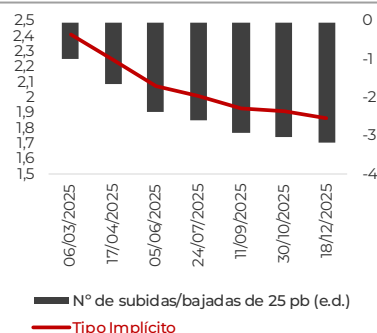
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
BCE				
BCE Tipo General	2,90	↓	3,15	3,15
BCE Tipo Depósito	2,8	↓	3,0	3,0
BCE Tipo Marginal	3,15	↓	3,40	3,40
Eonia 1Y1Y	2,00	↓	-0,05	-0,19
Reserva Federal				
Fed Fund	4,50	→	4,50	4,5
Fed Discount	4,50	→	4,50	4,5
OIS 1Y1Y	3,88	↓	-0,09	-0,12

Perspectiva de tipos del BCE por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

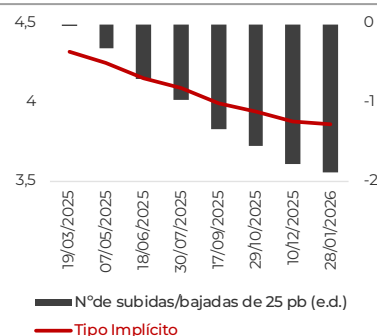
Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
06/03/2025	-0,974	-97,4	-0,244	2,419
17/04/2025	-1,629	-65,5	-0,407	2,255
05/06/2025	-2,344	-71,5	-0,586	2,077
24/07/2025	-2,58	-23,6	-0,645	2,018
11/09/2025	-2,919	-33,9	-0,73	1,933
30/10/2025	-3,008	-8,8	-0,752	1,911
18/12/2025	-3,176	-16,8	-0,794	1,869



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
19/03/2025	-0,019	-1,9	-0,005	4,324
07/05/2025	-0,309	-29	-0,077	4,251
18/06/2025	-0,708	-39,9	-0,177	4,152
30/07/2025	-0,965	-25,7	-0,241	4,088
17/09/2025	-1,333	-36,8	-0,333	3,996
29/10/2025	-1,545	-21,2	-0,386	3,943
10/12/2025	-1,789	-24,4	-0,447	3,882
28/01/2026	-1,885	-9,6	-0,471	3,858



DEUDA PÚBLICA

CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

Agencia	ACTUAL		ANTERIOR	
	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama

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)
24/02/2025	UE	dic-27	2,5	AL	3,5		3,5
24/02/2025	UE	oct-39	2,5	FR		17,5	-17,5
24/02/2025	BE	oct-29	0,8	IT	9,8		9,8
24/02/2025	BE	jun-34	0,8	ES			
24/02/2025	BE	jun-38	0,8	AU			
25/02/2025	IT	feb-27	2,8	BE	2,5		2,5
25/02/2025	AL	ago-53	1,5	PB			
26/02/2025	IT	jul-30	3,5	PO			
26/02/2025	IT	ago-35	3,5	FIN			
26/02/2025	AL	may-36	0,5	GR		0,05	0,0
26/02/2025	AL	may-38	1,5	IRL			
				UE	5,0		5,0
TOTAL			20,7	TOTAL	20,7	17,55	3,2

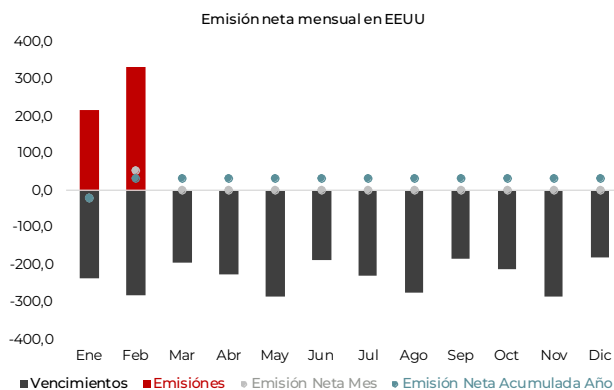
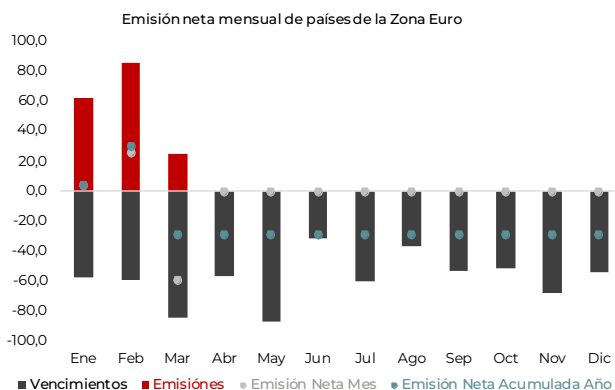
NOTA: Los vencimientos de deuda contemplan sólo bonos de gobierno nominales y vinculados a inflación (BKO, OBL, DBR, FRTR, BTPS, SPGB, RAGB, BGB, NETHER, PGB, RFGB, GGB, IRISH, DBR y SPGBEI)

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)
24/02/2025	EEUU	2 años	69	EEUU	183	134,151	49
25/02/2025	EEUU	5 años	70				
26/02/2025	EEUU	7 años	44				
TOTAL			183	TOTAL	183,0	134,15	49

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-Dic.-25	Fitch	12-dic.-25	Fitch				

DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

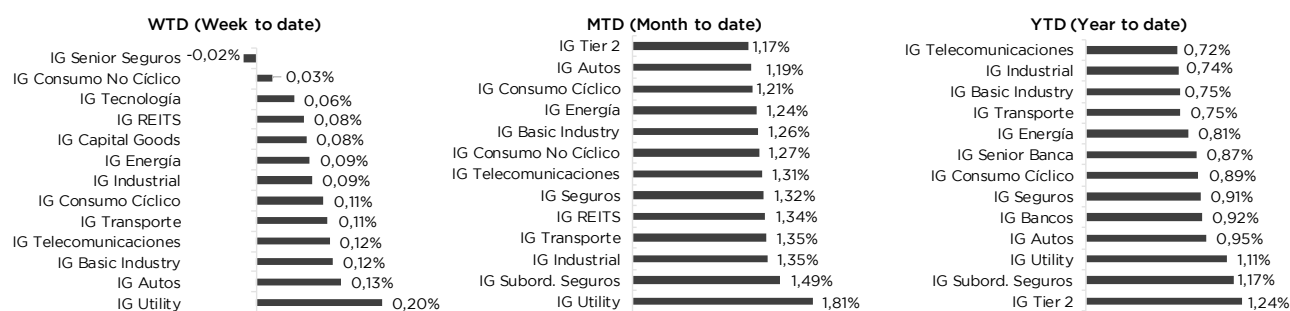
Comportamiento del crédito en EUR

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	87	-2	-7	-15	3,11%	-0,08%	-6,94%	-2,39%	0,04%	1,20%	0,79%
AAA	55	4	1	-3	3,23%	1,53%	-3,47%	-0,71%	-0,08%	1,55%	0,62%
AA	53	-1	-3	-7	2,93%	0,67%	-5,20%	-0,52%	0,01%	1,25%	0,55%
A	78	-1	-6	-12	3,29%	0,22%	-6,20%	-2,83%	0,03%	1,36%	0,84%
BBB	101	-2	-8	-14	3,56%	0,25%	-5,50%	-2,30%	0,12%	1,47%	1,00%
HY Corporates	281	-3	-14	-28	5,86%	-0,10%	1,51%	2,86%	0,15%	1,34%	1,48%
BB	179	0	-8	-25	4,21%	0,20%	-5,01%	-4,13%	0,06%	1,10%	1,08%
B	295	-8	-26	-41	5,96%	-0,71%	-4,97%	-3,50%	0,10%	1,31%	1,63%
CCC	955	-16	-147	-153	12,64%	-1,31%	-11,59%	-10,43%	0,97%	3,67%	4,77%
Sectores											
IG Bancos	89	1	-6	-18	3,07%	0,73%	-6,90%	-3,59%	-0,05%	1,03%	0,92%
IG Seguros	110	0	-8	-16	3,36%	0,65%	-6,43%	-2,45%	-0,08%	1,32%	0,91%
IG REITS	104	-3	-8	-9	3,30%	-0,36%	-6,46%	-0,40%	0,08%	1,34%	0,58%
IG Industrial	80	-3	-7	-11	3,23%	-0,13%	-5,92%	-1,53%	0,09%	1,35%	0,74%
IG Utility	94	-4	-9	-13	3,80%	-0,43%	-5,59%	-2,76%	0,20%	1,81%	1,11%
IG Basic Industry	80	-4	-11	-17	3,05%	-0,66%	-7,71%	-2,89%	0,12%	1,26%	0,75%
IG Capital Goods	72	-3	-5	-10	2,98%	-0,47%	-6,49%	-1,04%	0,08%	1,15%	0,57%
IG Telecomunicaciones	83	-3	-7	-13	3,10%	-0,55%	-6,58%	-1,49%	0,12%	1,31%	0,72%
IG Consumo Cíclico	93	-4	-10	-17	3,16%	-0,86%	-7,44%	-3,37%	0,11%	1,21%	0,89%
IG Autos	98	-5	-12	-20	3,19%	-1,17%	-8,12%	-4,46%	0,13%	1,19%	0,95%
IG Consumo No Cíclico	74	-2	-5	-9	3,02%	-0,09%	-6,22%	-0,55%	0,03%	1,27%	0,58%
IG Energía	96	-3	-7	-14	3,21%	-0,36%	-6,58%	-2,34%	0,09%	1,24%	0,81%
IG Tecnología	74	-2	-5	-8	2,96%	-0,24%	-6,25%	0,00%	0,06%	1,09%	0,53%
IG Transporte	81	-4	-11	-14	3,05%	-0,73%	-7,80%	-2,16%	0,11%	1,35%	0,75%
Pendiente											
IG 1-3yr	70	-1	-7	-13	3,02%	-0,47%	-7,51%	-4,23%	0,17%	0,91%	0,73%
IG 3-5yr	89	-1	-7	-14	3,26%	0,20%	-6,50%	-2,40%	0,13%	1,33%	0,88%
IG 5-7yr	99	-1	-8	-14	3,43%	0,45%	-5,68%	-1,49%	0,05%	1,58%	0,95%
IG 7-10yr	103	-2	-7	-14	3,65%	0,71%	-4,52%	-1,33%	-0,04%	1,80%	1,02%
IG +10yr	96	-1	-3	-8	4,56%	0,92%	-2,60%	-0,82%	-0,19%	2,37%	1,22%

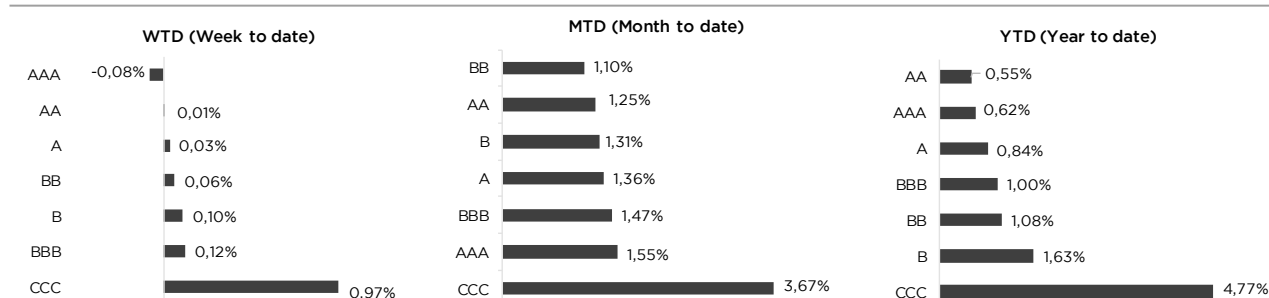
Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

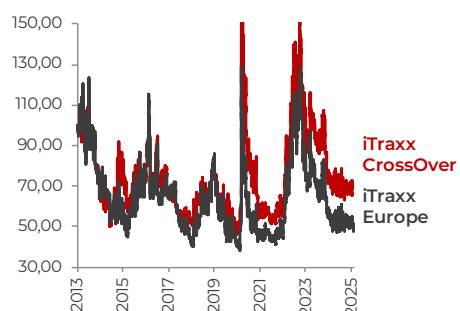


DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

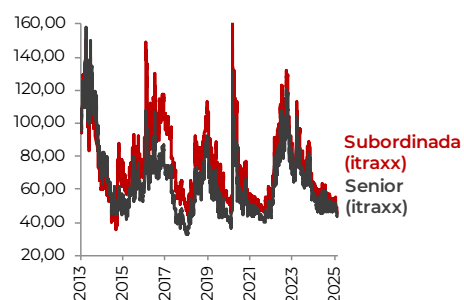
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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
Boston Scientific Corp	Fitch	A-	STBL	BBB+	STBL
United Utilities PLC	S&P	BBB-	STBL	BBB-	WD
Nissan Motor Co Ltd	Moody's	Ba1	NEG	Baa3	STBL
Astrazeneca Finance LLC	Moody's	A1	STBL	A2	-
Cie Generale des Etablissements Michelin SCA	Fitch	A	STBL	A-	STBL
CNH Industrial NV	S&P	BBB+	NEG	BBB+	-
Dow Chemical Co/The	S&P	BBB	NEG	BBB	-

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

Moody's afirma el rating a SES SA(Baa3/NEG).

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.