

RESUMEN DE MERCADO

martes, 11 de marzo 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: Evolución de la swap spread a 10 y 30 años en Alemania

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

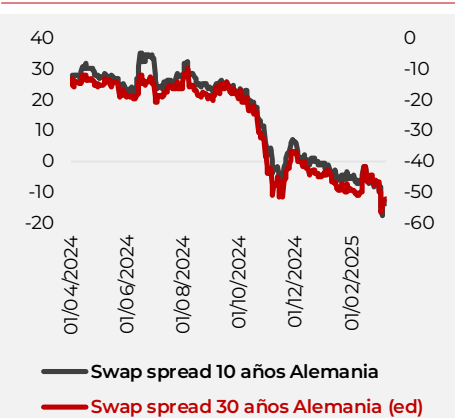


TABLA 1: Calendario en Cámara Baja y Alta Alemania

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

Calendario

13 de marzo	Cámara Baja (Primer debate)
18 de marzo	Cámara Baja (Votación final)
21 de marzo	Cámara Alta (Votación final)

25 de marzo	Fecha límite (Constitución Nuevo Bundestag)
-------------	---

Durante la semana pasada se puso de manifiesto el fuerte compromiso por parte, tanto de Alemania, como de la Unión Europea, de incrementar de forma importante el gasto en defensa, desafiando la capacidad del mercado para absorber la fuerte emisión de deuda que ello podría acarrear.

Así, la reacción no se hizo esperar, con la curva de gobierno alemana experimentando un fuerte steepening, mientras que las TIRes reales a largo plazo se tensionaron con fuerza y los swap spread profundizaron en mayor medida en terreno negativo (gráfico 1).

En el informe de esta semana, analizamos todos estos elementos en mayor detalle.

Alemania dispuesta a cambiar sus reglas fiscales

La semana pasada, los líderes de la CDU/CSU y el SPD anunciaron que habían alcanzado un acuerdo relativo a un importante paquete fiscal con el que poder introducir un mayor gasto en defensa e infraestructuras. El mismo fue calificado por Merz como “whatever it takes package”, en alusión a las palabras de Draghi durante la crisis de deuda de la Zona Euro, y por lo tanto, poniendo de manifiesto su claro compromiso en cuanto a llevar a cabo las medidas necesarias para flexibilizar las políticas presupuestarias germanas actuales.

Dicho paquete plantea tres puntos fundamentales:

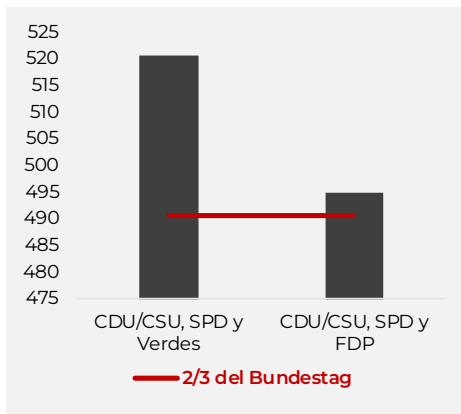
- 1) Excluir el gasto militar superior al 1% del PIB de la regla del freno de la deuda, permitiendo así un mayor gasto.
- 2) Dotar durante los próximos 10 años, un fondo especial de 500.000 millones de euros para infraestructuras que permitirá financiar, entre otros, proyectos de transporte, tecnología y energía. El mismo incluye 100.000 millones de euros para los estados federados (Länder).
- 3) Aumentar el déficit máximo permitido a los Landers y organismos locales del país desde el 0.0% hasta el 0.35% del PIB.

En cualquier caso, tal y como hemos comentado al principio, no se trata de un acuerdo efectivo sino de una propuesta, que deberá presentarse ante el Parlamento saliente esta semana para su aprobación (ver tabla 1 con las fechas previstas). Además, dado que la propuesta exige una enmienda de la Constitución para poder modificar el freno de deuda, la aprobación en el Congreso alemán (Bundestag) necesitará de una mayoría de dos tercios, lo que no estará exento de dificultades, siendo además la posterior aprobación en el

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 2: La combinación con Verdes o FDP alcanzan los 2/3 necesarios

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



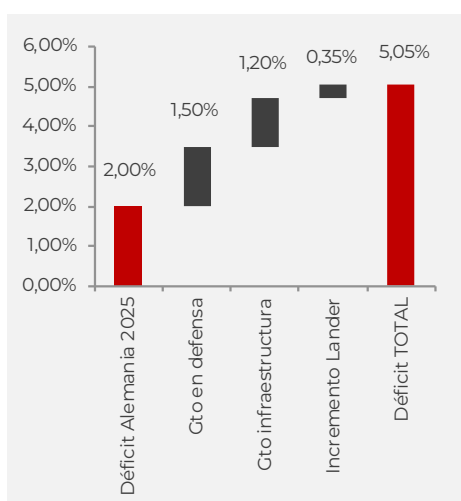
Senado (Bundesrat) aún más complicada. En cualquier caso, por ahora el escenario base sigue siendo el de que se consiga alcanzar algún tipo de acuerdo.

En este sentido, con el fin de facilitar que la propuesta salga adelante, se ha buscado que la misma sea valorada por el Parlamento saliente, es decir el surgido tras las elecciones de 2021, mucho menos fragmentado que el elegido tras las elecciones del pasado mes de febrero que ha dado lugar a un parlamento mucho más fragmentado y polarizado. Así, dado que los dos partidos que han acordado la propuesta, CDU/CSU y el SPD, no alcanzan por sí solos la mayoría cualificada necesaria, requerirán del apoyo de otros partidos para sacar la medida adelante, siendo la opción más plausible la de los Verdes, ya que los liberales del FDP tradicionalmente defensores de políticas fiscales estrictas ya han calificado las medidas de "irresponsable" debido al enorme aumento de la deuda que plantea (gráfico 2). En cualquier caso, los Verdes han anunciado hoy mismo que rechazarán las enmiendas constitucionales propuestas por la CDU/CSU y el SPD, aunque están abiertos a negociar, exigiendo más inversión en protección climática y asegurando que los fondos realmente se destinen a infraestructuras.

Así, es de esperar que se tengan que dar concesiones para alcanzar la mayoría requerida, aunque respetando la esencia inicial del mismo.

GRÁFICO 3: El plan fiscal de Alemania plantea desequilibrios fiscales relevantes en Alemania

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Incrementar el margen para endeudarse no es malo... aunque existen riesgos

El gobierno alemán ha propuesto, por lo tanto, una serie de medidas que, si se aprueban, modificarían sustancialmente su enfoque fiscal. De hecho, estas propuestas representan un cambio drástico respecto a las políticas fiscales estrictas que han caracterizado a Alemania en las últimas décadas.

Así, planteando unos números rápidos, si partimos del nivel de déficit que la Comisión Europea estima para Alemania de cara al actual ejercicio 2025 (-2.0%), le sumamos un incremento del gasto en defensa desde el 2% actual hasta el 3%, y le añadimos el gasto adicional de infraestructuras, para lo que asumimos una distribución lineal del mismo (50.000 millones de euros durante cada ejercicio, equivalente a un 1.2% del PIB), se podría estar hablando de un desequilibrio presupuestario cercano al 5.0% del PIB (gráfico 3). Ello justificaría una necesidad de financiación creciente, que debería incidir en las expectativas de apalancamiento del país.

De esta forma, las medidas mencionadas están generando preocupaciones sobre un aumento significativo del nivel de deuda pública en relación con el PIB. Y es que, planteando un desajuste presupuestario primario en línea con las cifras que

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 4: La deuda sobre PIB se podría situar por encima del 80% en 10 años en Alemania

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

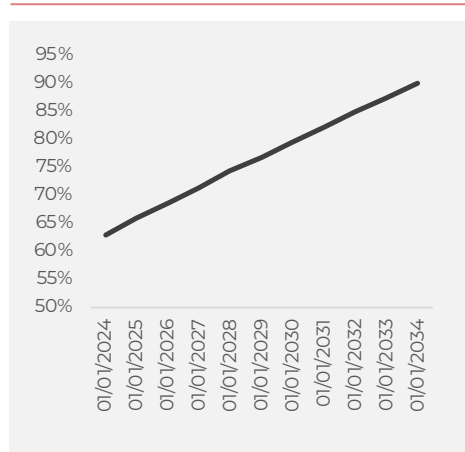
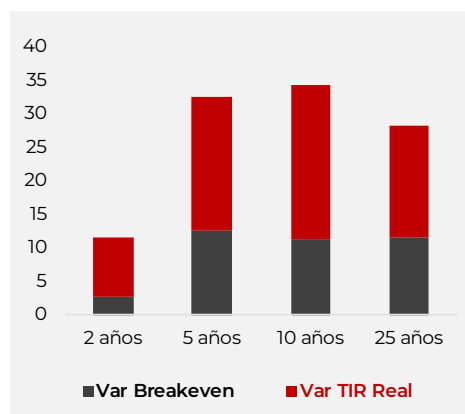


GRÁFICO 5: Composición del movimiento de la curva de gobierno alemana desde el 05/03.

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



acabamos de plantear y un mantenimiento de las proyecciones de PIB nominal del consenso, estimamos que la ratio de deuda sobre PIB se podría situar por encima del 80% en los próximos 10 años, lo que podría traducirse en mayores primas de riesgo exigidas por los inversores para la deuda alemana (gráfico 4).

En cualquier caso, esta valoración, más allá del impacto en curva que observamos durante la semana pasada, donde la TIR a 10 años alemana experimentó el mayor tensionamiento en un día desde la década de los 90, con las rentabilidades reales aumentando de forma importante, especialmente en los tramos más largos (gráfico 5), lo cierto es que tampoco supone un riesgo crediticio inasumible, en la medida en que el país germano parte de un nivel de deuda muy bajo. Sin embargo, la situación de otros países de la Zona Euro, como Francia o Italia, con desequilibrios presupuestarios de base bastante intensos, sería muy distinta.

Por lo tanto, parece evidente que los inversores están considerando la posibilidad de que se produzca algún tipo de mutualización de la deuda que diluya de alguna forma parte de los desequilibrios que se empiezan a plantear.

En este sentido, los planes dados a conocer la semana pasada por la Comisión Europea para hacer posible un incremento importante del gasto en defensa apuntan en esta dirección, si bien es cierto que en una proporción muy limitada. Y es que, del montante total de 800.000 millones dado a conocer por Ursula von der Leyen, más del 80% (650.000 millones de euros) corresponderían a la relajación de las reglas fiscales para cada una de las economías de la UE, mientras que tan sólo 150.000 a una emisión conjunta. En cualquier caso, dado que se trata tan sólo de una propuesta inicial cuyas deliberaciones se extenderán probablemente durante varios meses, habrá que esperar a ver los avances en este sentido antes de sacar conclusiones al respecto.

Conclusión

1. Alemania está considerando un cambio significativo en su enfoque fiscal, con propuestas de aumentar el gasto público, especialmente en defensa e infraestructuras, lo que podría llevar a un aumento de su déficit fiscal, algo que históricamente ha evitado.
2. Si se aprueban las medidas propuestas, se podría generar un déficit fiscal cercano al 5% del PIB, lo que incrementaría la relación deuda/PIB en Alemania hasta superar el 80% en 10 años, un cambio considerable respecto a los niveles actuales.
3. Aunque la dirección de las políticas parece clara, las propuestas aún están pendientes de aprobación en el Congreso

RESUMEN DE **MERCADO**

y el Senado alemán, y la incertidumbre sobre su aprobación está muy presente.

4. Los mercados ya están reaccionando ante la posibilidad de un mayor déficit fiscal, reflejándose en un aumento en las tasas de interés de los bonos a 10 años de Alemania, lo que sugiere una expectativa de mayor emisión de deuda pública en los próximos años, aunque la contención que se observa en otras economías como Francia o Italia plantean que el mercado descuenta una mutualización relevante.

MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

FECHA	PAÍS	EVENTO
2025		
10/11 marzo	UME	Reuniones del Eurogrupo y el Ecofin
12 de marzo	UME	Conferencia de BCE y Watchers en Frankfurt
18 de marzo	UME	Alemania: La Cámara Baja (Bundestag) votará sobre el paquete de defensa/infraestructura
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
21 de marzo	UME	Alemania: La Cámara Alta (Bundesrat) votará sobre el paquete de defensa/infraestructura
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
24/26 de junio	UME	Cumbre de la OTAN
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
16 de septiembre	UME	Países Bajos: Prinsjesdag - borrador del presupuesto de 2026
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
Antes del 15 de octubre	UME	Presupuestos de la UE: plazo para presentar los borradores de los presupuestos de 2026 a la Comisión de la UE
17/19 de octubre	UME	Reuniones Anuales del FMI/Banco Mundial
23/24 de octubre	UME	Cumbre de la UE
29 de octubre	EEUU	Anuncio tipos Fed
30 de octubre	UME	Anuncio tipos BCE
6 de noviembre	Reino Unido	Anuncio tipos BoE e Informe de Política Monetaria

MERCADOS GLOBALES

MERCADOS

RENTABILIDADES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2 años	2.222	2.069	2.026	2.082
		5 años	2.49	2.21	2.142	2.154
		10 años	2.819	2.491	2.362	2.367
	Francia	2 años	2.381	2.226	2.19	2.27
		5 años	2.898	2.631	2.627	2.722
		10 años	3.533	3.216	3.086	3.195
	EEUU	2 años	3.9517	3.9496	4.2747	4.2416
		5 años	4.0313	3.9616	4.3379	4.382
		10 años	4.257	4.1551	4.4968	4.569
Periféricos	España	2 años	2.419	2.268	2.249	2.253
		5 años	2.827	2.574	2.527	2.58
		10 años	3.472	3.108	2.988	3.061
	Irlanda	5 años	2.679	2.405	2.34	2.257
		10 años	3.079	2.762	2.656	2.643
	Italia	2 años	2.504	2.356	2.327	2.422
		5 años	3.04	2.772	2.772	2.865
		10 años	3.938	3.6	3.45	3.522
	Portugal	2 años	2.229	2.035	2.013	2.247
		5 años	2.694	2.419	2.236	2.243
		10 años	3.352	2.999	2.81	2.848

SWAP SPREAD

SWAP SPREAD		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-10,265	-10,05	-13,84	-11,1
		5 años	-0,76	-2,57	-5,6	-9,2
		10 años	13,52	9,35	6,08	0,5
	EEUU- Swap	2 años	19,82	13,79	18,089	17,135
		5 años	34,14	28,428	32,609	37,075
		10 años	49,098	43,585	46,605	53,79
Curva Swap	Curva Swap EUR	2 años	2,32465	2,1695	2,1644	2,193
		5 años	2,4976	2,2357	2,198	2,246
		10 años	2,6858	2,3975	2,3012	2,362
	Curva Swap USD	2 años	3,7535	3,8117	4,09381	4,07025
		5 años	3,6899	3,67732	4,01181	4,01125
		10 años	3,76602	3,71925	4,03075	4,0311

DIFERENCIALES

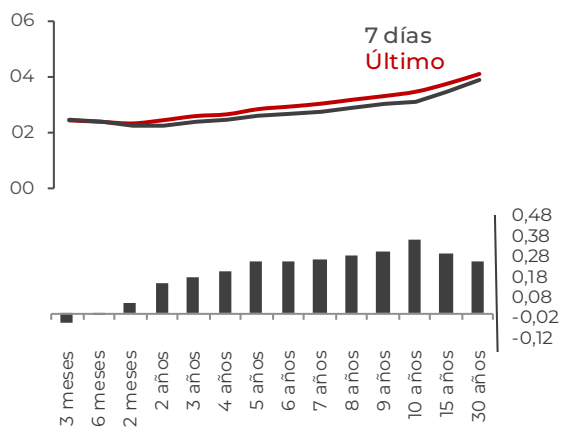
		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Francia-Alemania	2 años	15,9	15,7	16,4	18,8
		5 años	40,8	42,1	48,5	56,8
		10 años	71,4	72,5	72,4	82,8
		10 años	71,4	72,5	72,4	82,8
España-Alemania	España-Alemania	2 años	19,7	19,9	22,3	17,1
		5 años	33,7	36,4	38,5	42,6
		10 años	65,3	61,7	62,6	69,4
		10 años	65,3	61,7	62,6	69,4
Irlanda-Alemania	Irlanda-Alemania	2 años	18,9	19,5	19,8	10,3
		5 años	56,2	63	71,1	16,5
		10 años	111,9	110,9	108,8	115,5
		10 años	111,9	110,9	108,8	115,5
Italia-Alemania	Italia-Alemania	2 años	28,2	28,7	30,1	34
		5 años	55	56,2	63	71,1
		10 años	111,9	110,9	108,8	115,5
		10 años	111,9	110,9	108,8	115,5
Portugal-Alemania	Portugal-Alemania	2 años	0,7	-3,4	-1,3	16,5
		5 años	20,4	20,9	9,4	8,9
		10 años	53,3	50,8	44,8	48,1
		10 años	53,3	50,8	44,8	48,1
Alemania-EEUU	Alemania-EEUU	2 años	-172,97	-188,1	-225	-215,96
		5 años	-154,13	-175,2	-220	-222,8
		10 años	-143,8	-166,4	-213	-220,2
		10 años	-143,8	-166,4	-213	-220,2
España-Italia	España-Italia	2 años	-8,5	-8,8	-7,8	-16,9
		5 años	-21,3	-19,8	-24,5	-28,5
		10 años	-46,6	-49,2	-46,2	-46,1
		10 años	-46,6	-49,2	-46,2	-46,1

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado
Futuros	Bund	127,79	131,11	132,61	132,55
	T Bond	110,98	111,41	109,22	108,75
	Bono italiano	116,61	119,53	120,41	119,66
	Bono español	120,54	125,19	125,42	125,05
Divisas	Dólar / Euro	1,084	1,0491	1,0312	1,0349
	Libra / Dólar	1,2895	1,2716	1,238	1,2519
	Libra / Euro	1,1896	1,2122	1,2005	1,2097
	Yen / Dólar	147,29	150,18	151,87	157,37
	Yen / Euro	159,67	157,55	156,62	162,89
	Franco Suizo / Dólar	0,8779	0,8968	0,9113	0,9078
	Franco Suizo / Euro	1,0507	1,0629	1,064	1,0644
Commodities	Brent	72,05	73,43	74,29	74,11
	West Texas	68,24	70,81	72,15	72,50
	Oro	2,9139	2,890,9	2,903,3	2,624,4
	Plata	32,59	31,73	32,01	28,84
	Platino	976,1	971,9	1,032,3	910,5

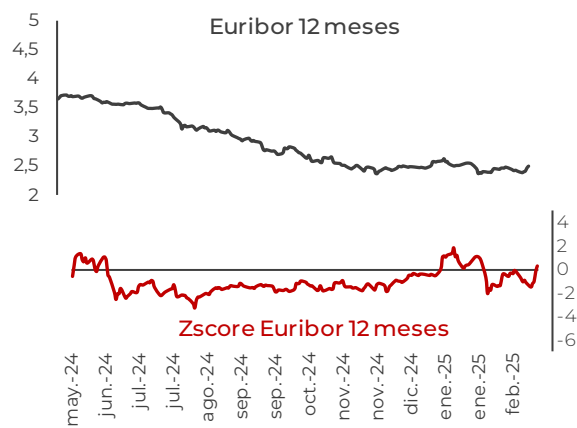
Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



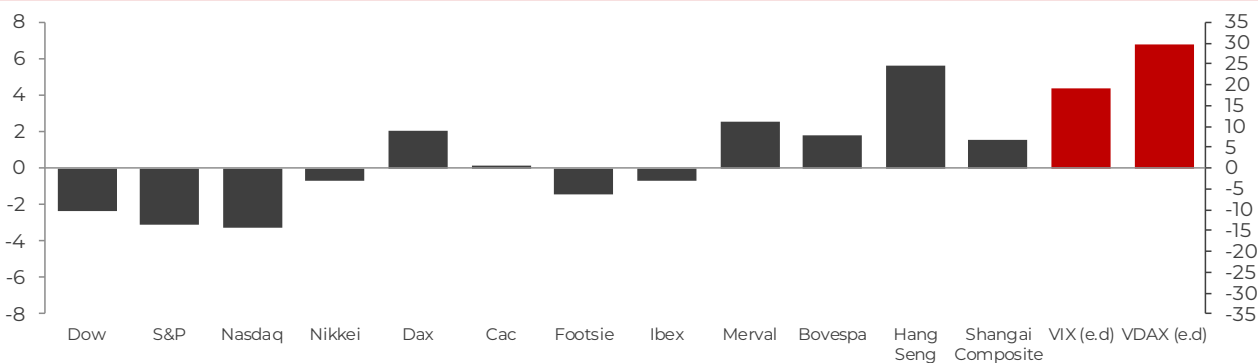
Evolución EURIBOR 12 meses.

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 €)	7,9	↓	12,42	6,95
Liquidez Total (kMn€)	2.994,1	↑	2.945,4	3.011,0
Exceso Liquidez (kMn€)	2.827,2	↑	2.778,5	2.844,2
Balance BCE (kMn€)	6.319,5	↓	6.349,6	6.438,1

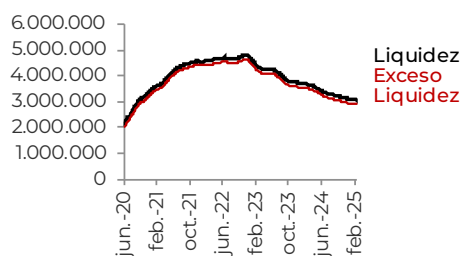
TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA

€STR 3m (%)	2,357	↓	2,372	2,456
€STR 12m (%)	2,609	↑	2,326	2,227
Euribor 3m (%)	2,529	↑	2,464	2,527
Euribor 12m (%)	2,481	↑	2,394	2,384

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. (%)

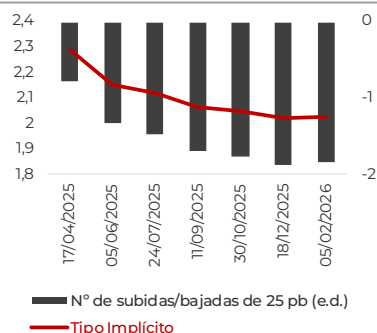
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
BCE				
BCE Tipo General	2,65	↓	2,90	2,90
BCE Tipo Depósito	2,5	↓	2,8	2,8
BCE Tipo Marginal	2,90	↓	3,15	3,15
Eonia 1Y1Y	2,17	↑	0,21	0,26
Reserva Federal				
Fed Fund	4,50	→	4,50	4,5
Fed Discount	4,50	→	4,50	4,5
OIS 1Y1Y	3,52	↓	-0,01	-0,46

Perspectiva de tipos del BCE por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

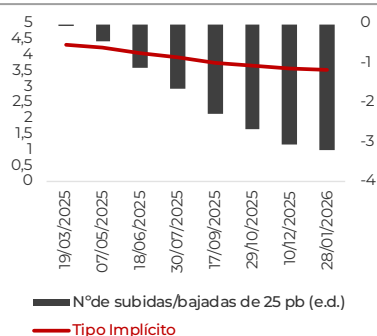
Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
17/04/2025	-0,777	-77,7	-0,194	2,293
05/06/2025	-1,331	-55,4	-0,333	2,155
24/07/2025	-1,466	-13,5	-0,366	2,121
11/09/2025	-1,699	-23,4	-0,425	2,063
30/10/2025	-1,76	-6,1	-0,44	2,047
18/12/2025	-1,872	-11,2	-0,468	2,019
05/02/2026	-1,843	2,9	-0,461	2,027



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	-0,041	-4,1	-0,01	4,323
07/05/2025	-0,428	-38,8	-0,107	4,226
18/06/2025	-1,132	-70,4	-0,283	4,05
30/07/2025	-1,641	-50,8	-0,41	3,922
17/09/2025	-2,297	-65,7	-0,574	3,758
29/10/2025	-2,661	-36,3	-0,665	3,668
10/12/2025	-3,064	-40,3	-0,766	3,567
28/01/2026	-3,201	-13,7	-0,8	3,533



DEUDA PÚBLICA

CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

	Agencia	ACTUAL		ANTERIOR	
		Calificación	Panorama	Calificación	Panorama
Portugal	S&P	A	STBL	A-	STBL

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)
11/03/2025	AL	mar-27	4,5	AL	9,0	17,5	-8,5
12/03/2025	AL	feb-35	4,5	FR			
12/03/2025	PO	jun-35	0,6	IT	8,3		8,3
12/03/2025	PO	jun-38	0,6	ES			
13/03/2025	IT	oct-27	2,8	AU			
13/03/2025	IT	nov-31	2,8	BE			
13/03/2025	IT	sep-43	2,8	PB			
				PO	1,3		1,3
				FIN			
				GR			
				IRL		11,5	-11,5
				UE			
TOTAL			18,5	TOTAL			18,5 28,99 -10,4

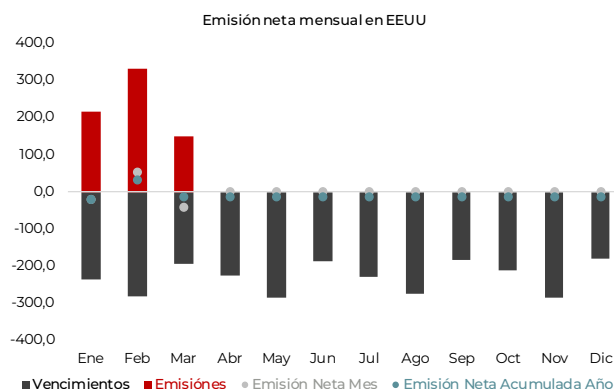
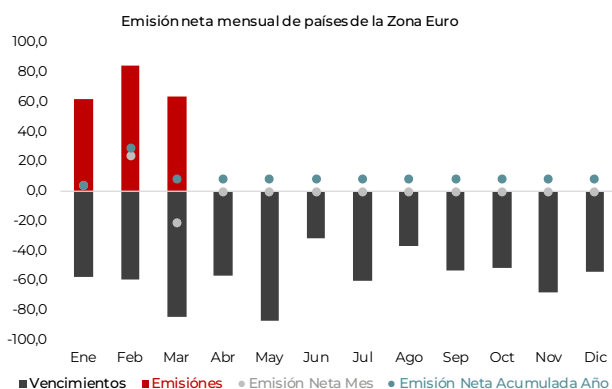
NOTA: Los vencimientos de deuda contemplan sólo bonos de gobierno nominales y vinculados a inflación (BKO, OBL, DBR, FRTR, BTPS, SPGB, RAGB, BGB, NETHER, PGB, RFGB, GGB, IRISH, DBRi y SPGBEi)

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)
11/03/2025	EEUU	3 años	58	EEUU	119		119
12/03/2025	EEUU	10 años	39				
13/03/2025	EEUU	30 años	22				
TOTAL			119	TOTAL			119,0 119

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						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	85	-5	-2	-16	3,33%	8,90%	7,30%	4,73%	-1,29%	-1,05%	-0,26%
AAA	54	-4	0	-3	3,44%	7,83%	6,51%	5,75%	-2,46%	-2,08%	-1,47%
AA	52	-4	-1	-9	3,11%	8,35%	6,24%	5,68%	-1,60%	-1,24%	-0,70%
A	77	-4	-1	-13	3,50%	7,84%	6,30%	3,29%	-1,51%	-1,22%	-0,39%
BBB	100	-4	-1	-15	3,76%	7,10%	5,66%	3,23%	-1,43%	-1,12%	-0,14%
HY Corporates	285	1	5	-24	5,67%	3,31%	-3,32%	-0,55%	-0,49%	-0,30%	1,18%
BB	179	-3	0	-24	4,38%	4,82%	3,87%	-0,42%	-0,56%	-0,34%	0,73%
B	304	7	9	-32	6,07%	2,07%	1,83%	-1,73%	-0,28%	-0,11%	1,52%
CCC	979	25	23	-130	13,23%	4,66%	4,63%	-6,28%	-0,50%	-0,63%	4,10%

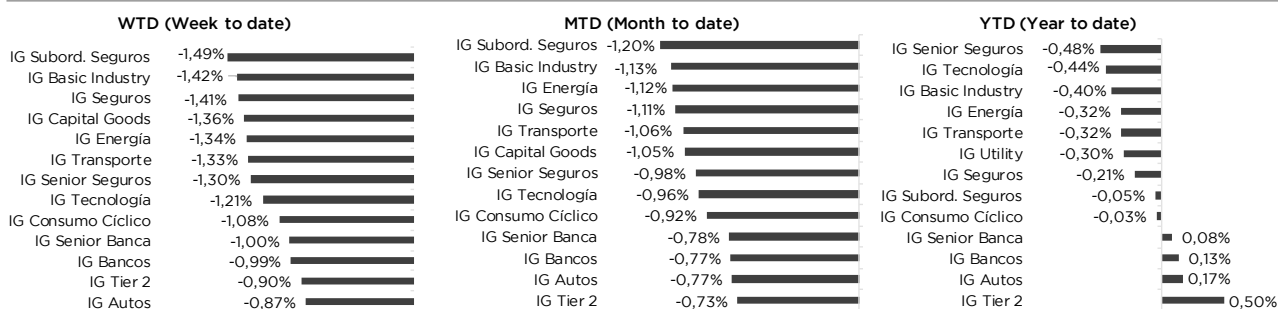
Sectores

IG Bancos	87	-5	-1	-19	3,28%	8,48%	7,00%	3,16%	-0,99%	-0,77%	0,13%
IG Seguros	107	-6	-3	-19	3,59%	8,45%	6,75%	4,13%	-1,41%	-1,11%	-0,21%
IG REITS	107	5	3	-6	3,59%	12,12%	8,89%	8,46%	-2,02%	-1,51%	-0,94%
IG Industrial	78	-5	-2	-13	3,44%	7,95%	6,45%	4,83%	-1,52%	-1,25%	-0,52%
IG Utility	93	-4	-1	-14	3,99%	6,22%	4,81%	1,92%	-1,79%	-1,40%	-0,30%
IG Basic Industry	76	-6	-3	-20	3,26%	9,07%	7,12%	4,02%	-1,42%	-1,13%	-0,40%
IG Capital Goods	67	-7	-5	-15	3,18%	8,97%	6,84%	5,74%	-1,36%	-1,05%	-0,48%
IG Telecomunicaciones	81	-7	-1	-14	3,35%	8,94%	7,96%	6,35%	-1,51%	-1,35%	-0,64%
IG Consumo Cíclico	90	-7	-3	-20	3,37%	7,67%	6,61%	3,02%	-1,08%	-0,92%	-0,03%
IG Autos	96	-8	-2	-23	3,39%	6,92%	6,18%	1,45%	-0,87%	-0,77%	0,17%
IG Consumo No Cíclico	71	-6	-3	-12	3,25%	9,36%	7,77%	7,17%	-1,63%	-1,38%	-0,81%
IG Energía	95	-5	-1	-15	3,46%	8,80%	7,97%	5,44%	-1,34%	-1,12%	-0,32%
IG Tecnología	72	-6	-2	-10	3,18%	8,96%	7,22%	7,21%	-1,21%	-0,96%	-0,44%
IG Transporte	78	-6	-3	-18	3,27%	8,80%	7,09%	4,78%	-1,33%	-1,06%	-0,32%

Pendiente

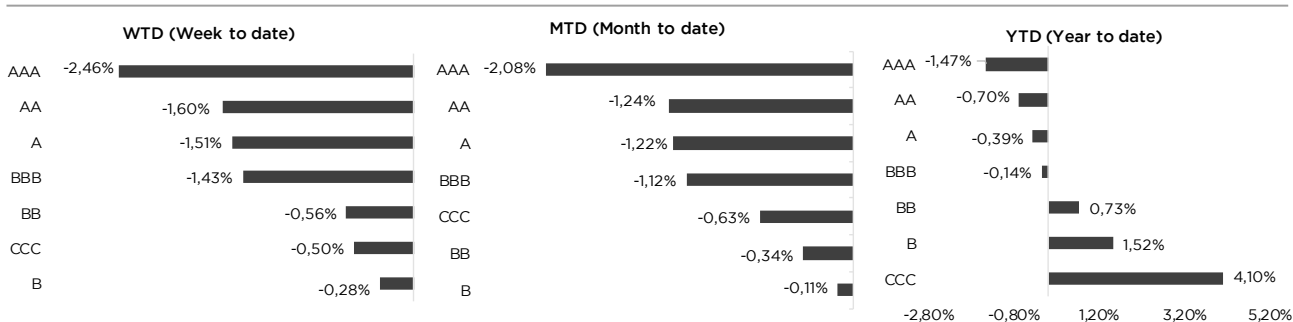
IG 1-3yr	69	-4	-1	-13	3,14%	5,40%	3,91%	-0,48%	-0,47%	-0,31%	0,42%
IG 3-5yr	88	-4	-1	-15	3,45%	8,07%	6,08%	3,53%	-1,07%	-0,77%	0,10%
IG 5-7yr	98	-5	-1	-16	3,69%	9,53%	7,65%	6,05%	-1,72%	-1,35%	-0,41%
IG 7-10yr	102	-4	-1	-15	3,95%	9,87%	8,43%	6,98%	-2,50%	-2,11%	-1,11%
IG +10yr	98	-2	2	-6	4,85%	7,23%	6,24%	5,37%	-3,76%	-3,25%	-2,07%

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



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

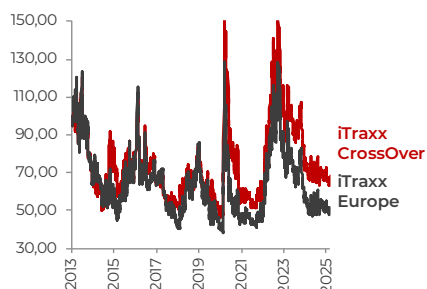


DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

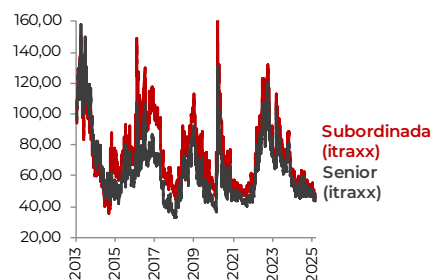
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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
Enagas SA	Moody's	Baa1	STBL	Baa2	STBL
Prologis LP	Moody's	A2	STBL	A3	STBL
Abanca Corp Bancaria SA	Fitch	BBB	STBL	BBB-	STBL
Ibercaja Banco SA (senior preferred)	Fitch	BBB+	STBL	BBB+	STBL
Ibercaja Banco SA (deuda subordinada)	Fitch	BBB-	STBL	BB+	STBL
Unicaja Banco SA (senior preferred)	Fitch	BBB	STBL	BBB-	STBL
Unicaja Banco SA (non preferred)	Fitch	BBB-	STBL	BB+	STBL
Upjohn Finance BV	S&P	BB+	STBL	BBB-	STBL
Viatri Inc	S&P	BB+	STBL	BBB-	STBL
Banco de Credito Social Cooperativo SA	Fitch	BBB	STBL	BBB-	STBL
Alliander NV	Moody's	A1	STBL	Aa3	STBL
mBank SA	S&P	BBB+	STBL	BBB	STBL

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

Moody's afirma a Neste Oyj (A3/NEG), a Var Energi ASA (Baa3/STBL) y a L'Oreal (Aa1). S&P afirma el outlook a Pluxee en STBL (BBB-) y el outlook a European Financial Stability Facility en NEG AA-)

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, S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. 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, S.A. 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, S.A.. 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, S.A., 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, S.A. 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.