

RESUMEN DE MERCADO

lunes, 31 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

Comenzamos una semana muy relevante para los mercados de deuda, en la que conoceremos varios elementos clave que, probablemente, determinarán la decisión del BCE en materia de tipos de cara a la reunión de abril, además de afectar al comportamiento de los mercados financieros en los próximos meses. Nos referimos, por una parte, al anuncio de los aranceles recíprocos por parte de la Administración Trump además de la publicación de los datos de IPC de marzo de la Zona Euro.

En última instancia veremos que ambos elementos están configurando un entorno a favor de un recorte adicional de tipos en el mes de abril. Este hecho junto con los avances que se van produciendo en cuanto al programa de "rearme" de Europa seguirán propiciando que el proceso de steepening de curva continúe.

Pausar o no pausar los recortes de tipos... esa es la gran pregunta

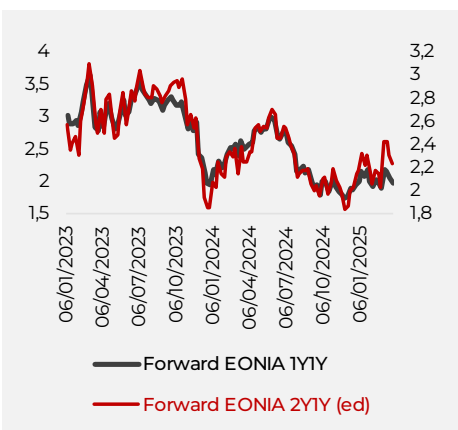
A principios del mes de marzo, en la última reunión del Consejo del BCE, Lagarde hizo un gran hincapié en el entorno de incertidumbre en el que nos encontramos, tanto a nivel político como económico, lo que dificultaba el poder determinar el impacto tanto en materia de precios como de actividad de los diversos acontecimientos que se estaban produciendo. De esta forma, la Presidenta dijo que el BCE iba a depender más que nunca de los datos macro a la hora de tomar decisiones.

Así, la atención de los mercados durante esta semana estará centrada en dos acontecimientos clave.

- Por una parte, mañana martes, conoceremos los registros preliminares de IPC de marzo del conjunto de la UME y
- Por otra, el miércoles, 2 de abril, bautizado por Trump como el "Día de la Liberación", el Presidente anunciará sus famosos aranceles recíprocos a diversos países, con el que reducir el déficit comercial estadounidense y proteger la industria nacional.

GRÁFICO 1: Las expectativas de inflación a corto plazo se encuentran en niveles reducidos

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



En cuanto al primer punto, es de esperar que los datos de inflación de marzo en la Zona Euro muestren una desaceleración en el ritmo de crecimiento de los precios, tal y como han ido mostrando los registros nacionales de Francia o España publicados en los últimos días, lo que reforzaría la tesis del BCE de que el proceso de desinflación está en marcha y que supondría un prerrequisito para un recorte de tipos adicional en abril. Esta idea se ve respaldada, además, por unas expectativas de inflación a corto plazo por parte del mercado que se encuentran actualmente en niveles reducidos (gráfico 1).

En este sentido, es de esperar que el IPC subyacente disminuya significativamente en los próximos meses como consecuencia

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 2: **Bajo la mayor parte de los escenarios es factible ver lecturas por debajo del 2% a mediados de año**

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

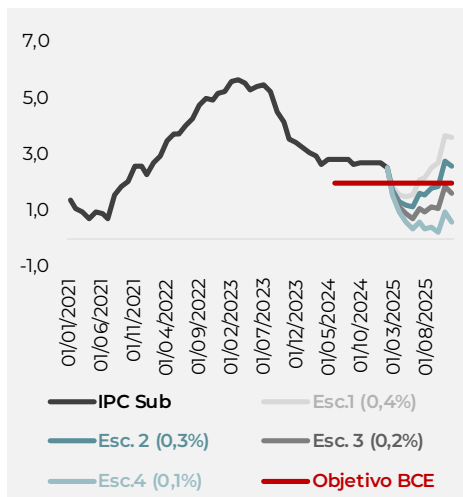


GRÁFICO 3: **EEUU importa coche fundamentalmente de 5 economías, entre ellas Alemania**

Fuente: U.S. Census Bureau e Inverseguros

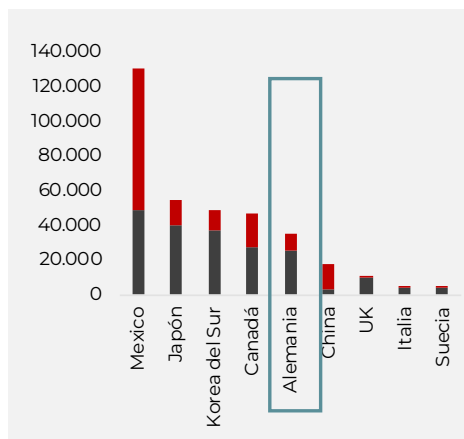


TABLA 1: **El mercado descuenta un escenario cada vez más dovish por parte del BCE**

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
17/04/2025	-0,859	-85,9	-0,215	2,202
05/06/2025	-1,572	-71,2	-0,393	2,024
24/07/2025	-1,855	-28,3	-0,464	1,953
11/09/2025	-2,242	-38,7	-0,561	1,856
30/10/2025	-2,372	-12,9	-0,593	1,824
18/12/2025	-2,571	-19,9	-0,643	1,774

principalmente de un importante efecto base negativo que podría situar la referencia por debajo del 2.0% a mitad de este ejercicio. En cualquier caso, habría que ser cautelosos en cuanto a la evolución en el medio y largo plazo, ya que el efecto estadístico que acabamos de comentar tiene fecha de caducidad, siendo probable ver una aceleración de los precios en la segunda parte del año. De hecho, asumiendo un escenario de variaciones mensuales como el que ha prevalecido en los últimos meses (+0.3%), lo más normal sería ver una aceleración de los precios hasta situarse nuevamente por encima del 2.0% al final del ejercicio (gráfico 2).

Por su parte, el anuncio de medidas arancelarias adicionales por parte de Trump aumentan los riesgos de desaceleración económica en la Zona Euro. Y es que, el anuncio de la semana pasada de tarifas del 25% sobre los automóviles y componentes producidos fuera de EEUU ya generó una notable reacción en los mercados, especialmente en Alemania. De hecho, se trata de una de las cinco economías a las que EEUU importa un mayor volumen de este tipo de mercancías (gráfico 3) y por ello una de las que se podrá ver más afectada por esta medida. De hecho, las exportaciones de coches y componentes a EEUU suponen casi un 1.0% del PIB alemán.

Así, en cuanto a los aranceles recíprocos que anunciará Trump esta semana, aunque el grado de incertidumbre es muy relevante, ya que el baile de noticias y declaraciones no ha cesado a lo largo de los últimos meses, lo cierto es que lo más probable es que el anuncio sea negativo para los intereses de la UE, y especialmente para Alemania ya que se trata de una economía muy dependiente del comercio global, en la que las exportaciones totales a EEUU suponen en torno a un 4% de su PIB.

De esta forma, es probable que el BCE concluya que los riesgos económicos derivados de la guerra comercial están materializándose, lo que justificaría un recorte de tipos adicional en el mes de abril con el fin de mitigar los efectos. Además, a día de hoy, el mercado no sólo descuenta con una probabilidad de más del 80% que se produzca un recorte adicional de 25 pb en el mes de abril, sino que plantea una política monetaria por parte del BCE más dovish de lo que se barajaba hasta hace poco, con un tipo de interés de llegada, claramente por debajo del 2% en la segunda parte del año (Tabla 1).

En un contexto de emisión de deuda creciente

La Unión Europea sigue preparando su plan para reforzar la capacidad de defensa hasta 2030. En este sentido, aunque los detalles técnicos del plan ya están definidos, sigue habiendo un gran debate político en relación a su implementación, especialmente en lo que al SAFE (Security Action for Europe) se

RESUMEN DE MERCADO

refiere, es decir, a la financiación de los 150.000 millones en préstamos a los países de la UE.

En particular, algunos países del sur de Europa, como Francia, Italia y España, plantean el financiar este esfuerzo con subsidios en lugar de préstamos con el fin de evitar un incremento adicional en unos niveles de deuda ya de por sí elevados. Por su parte, países del norte, como Alemania o Países Bajos, se oponen a la mutualización de la deuda dentro de la UE.

En este sentido, todo apunta a que el SAFE se alineará con el fin del programa Next Generation, asegurando una transición ordenada en la emisión conjunta de bonos europeos y, por ello, evitando una salida masiva de deuda nueva. Así, hasta 2026, la UE seguirá emitiendo deuda bajo el programa de recuperación NGEU, siendo a partir de 2027, cuando la emisión neta de NGEU disminuya, que el SAFE pueda ocupar su lugar, evitando aumentar significativamente la carga financiera de la UE. Posteriormente, de cara a 2030, se espera que la emisión neta de deuda vía SAFE se aproxime a cero, alineándose así con la estrategia de estabilidad fiscal de la UE.

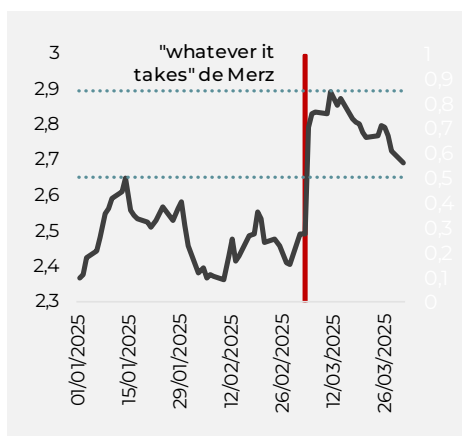
Esta idea junto con la confirmación durante la semana pasada por parte de la Agencia de Finanzas Alemana (DFA) de que no tiene prisa por aumentar los volúmenes de emisión de bonos del país, manteniendo sin cambios el calendario para este año, ha contribuido a mantener cierta estabilidad en los mercados de deuda de la Zona Euro, ayudando a moderar el tensionamiento de las rentabilidades a largo plazo de los bonos de gobierno de la Zona Euro.

Conclusiones:

1. El panorama económico de la Zona Euro sigue marcado por una gran incertidumbre, con varios factores clave esta semana que apuntan a nuevos recortes de tipos por parte del BCE.
2. Los aranceles de EEUU contra la UE, además de la evolución de los datos de IPC, servirán para apoyar una rebaja adicional de 25 pb en abril.
3. En el medio plazo, las publicaciones macro junto con las expectativas de emisión conjunta por parte de la UE, son factores que jugarán un papel crucial en el comportamiento de los mercados de deuda.
4. Así, esperamos que las rentabilidades de los bonos alemanes a 10 años se relajen hasta la parte baja del canal (gráfico 4) en el que se ha movido la referencia desde el "whatever-it-takes" de Merz. Esto se debe a la creciente probabilidad de recorte de tipos por parte del BCE y al aumento del riesgo de recesión en EEUU por la escalada de la guerra comercial.

GRÁFICO 4: La TIR a 10 años alemana podría seguir relajándose durante la semana

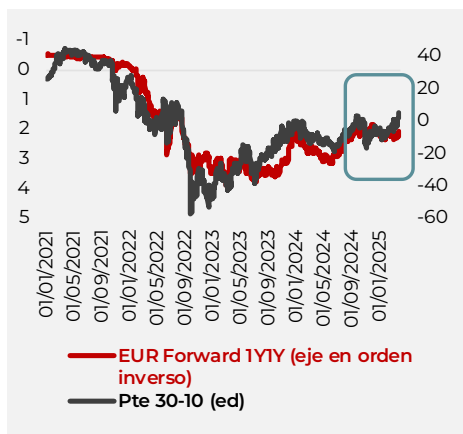
Fuente: Bloomberg e Inverseguros



RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 5: La pendiente 30-10 en máximos de los últimos años mientras que las perspectivas de inflación se mantienen bajas

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



5. Todo ello sigue planteando que la pendiente de la curva de gobierno alemana siga aumentando. De hecho, la pendiente 10-30 años alcanzó, durante la semana pasada, niveles récord de los últimos años (gráfico 5), planteando altas dosis de prudencia en cuanto a la toma de duración.

MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

FECHA	PAÍS	EVENTO
2025		
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
28 de abril	Canadá	Elecciones anticipadas
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	Previsiones de primavera de la Comisión Europea
Mediados de mayo	Portugal	Elecciones anticipadas
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 25.25
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
Principios de noviembre	UME	Previsiones de invierno de la Comisión Europea
Principios de noviembre	Alemania	Estimación fiscal (2025-2023)
Principios de noviembre	Alemania	Previsiones económicas del Consejo de Asesores Económicos

MERCADOS GLOBALES

MERCADOS

RENTABILIDADES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2 años	1978	2121	2025	2082
		5 años	227	2404	215	2154
		10 años	268	2771	2406	2367
	Francia	2 años	2132	2266	2186	227
		5 años	269	2793	258	2722
		10 años	3405	3461	3145	3195
	EEUU	2 años	38483	40346	39889	42416
		5 años	39166	40948	40191	4382
		10 años	4192	43346	42082	4569
Periféricos	España	2 años	2158	23	2239	2253
		5 años	2622	273	2536	258
		10 años	3326	3402	3046	3061
	Irlanda	5 años	2496	2618	2344	2257
		10 años	2967	306	2682	2643
	Italia	2 años	2253	2386	2326	2422
		5 años	2824	2922	2731	2865
		10 años	382	3872	3538	3522
	Portugal	2 años	2049	217	2007	2247
5 años		253	2624	2382	2243	
10 años		3213	3282	294	2848	

SWAP SPREAD

SWAP SPREAD		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-15,75	-13,9	-11,3	-11,1
		5 años	-6,905	-4,39	-4,4	-9,2
		10 años	8,125	9,475	6,92	0,5
	EEUU- Swap	2 años	19,323	21,24	17,89	17,135
		5 años	34,979	33,941	32,96	37,075
		10 años	50,608	48,83	47,146	53,79
Curva Swap	Curva Swap EUR	2 años	2,1355	2,26	2,138	2,193
		5 años	2,33905	2,4479	2,194	2,246
		10 años	2,59875	2,67625	2,368	2,362
	Curva Swap USD	2 años	3,65507	3,8222	3,81	4,07025
		5 años	3,56681	3,75539	3,6895	4,01125
		10 años	3,68582	3,8463	3,73674	4,0311

DIFERENCIALES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Francia-Alemania	2 años	15,4	14,5	16,1	18,8
		5 años	42	38,9	43	56,8
		10 años	72,5	69	73,9	82,8
España-Alemania	2 años	18	17,9	21,4	17,1	
	5 años	35,2	32,6	38,6	42,6	
	10 años	64,6	63,1	64	69,4	
Irlanda-Alemania	5 años	22,6	21,4	19,4	10,3	
	10 años	28,7	28,9	27,6	27,6	
Italia-Alemania	2 años	27,5	26,5	30,1	34	
	5 años	55,4	51,8	58,1	71,1	
Periféricos vs Alemania	10 años	114	110,1	113,2	115,5	
	2 años	7,1	4,9	-1,8	16,5	
	5 años	26	22	23,2	8,9	
Portugal-Alemania	10 años	53,3	51,1	53,4	48,1	
	Alemania-EEUU	2 años	-187,03	-191,4	-196	-215,96
		5 años	-164,66	-169,1	-187	-222,8
10 años		-151,19	-156,4	-180	-220,2	
Otros	España-Italia	2 años	-9,5	-8,6	-8,7	-16,9
		5 años	-20,2	-19,2	-19,5	-28,5
		10 años	-49,4	-47	-49,2	-46,1

PENDIENTES

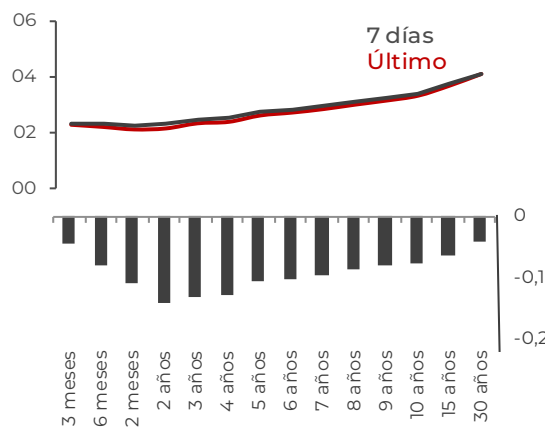
PERIFÉRICOS		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2-5	29,2	28,3	12,5	7,2
		5-10	41	36,7	25,6	21,3
		2-10	70,2	65	38,1	28,5
	EEUU	2-5	6,83	6,02	3,02	14,04
		5-10	27,53	23,98	18,91	18,7
		2-10	34,36	30	21,93	32,74
Periféricos	España	2-5	46,4	43	29,7	32,7
		5-10	70,4	67,2	51	48,1
		2-10	116,8	110,2	80,7	80,8
	Italia	2-5	57,1	53,6	40,5	44,3
		5-10	99,6	95	80,7	65,7
		2-10	156,7	148,6	121,2	110

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado
Futuros	Bund	129,36	128,27	132,3	132,55
	T Bond	111,58	110,55	111,09	108,75
	Bono italiano	117,94	117,25	120,27	119,66
	Bono español	121,93	121,33	125,19	125,05
	Dólar / Euro	1,082	1,0788	1,0375	1,0349
	Libra / Dólar	1,2925	1,2911	1,2577	1,2519
	Libra / Euro	1,1946	1,1968	1,2124	1,2097
	Yen / Dólar	149,19	150,61	150,63	157,37
	Yen / Euro	161,42	162,47	156,27	162,89
	Franco Suizo / Dólar	0,8815	0,8836	0,9031	0,9078
Divisas	Franco Suizo / Euro	1,0487	1,0489	1,0673	1,0644
	Brent	74,44	72,51	73,43	74,11
	West Texas	70,41	69,51	70,81	72,50
	Oro	3,112,8	3,007,1	2,857,8	2,624,4
	Plata	34,07	32,96	31,15	28,84
	Platino	1,015,8	977,6	949,7	922,3

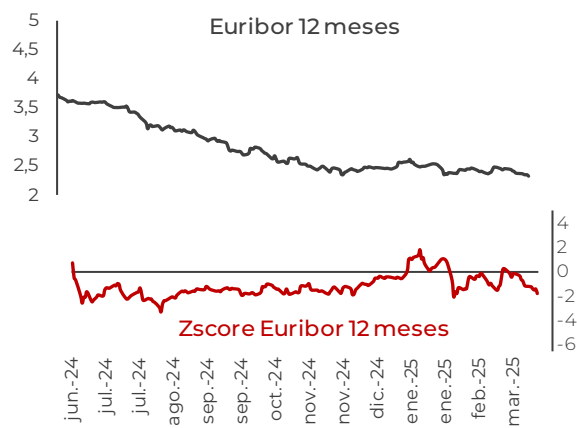
Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



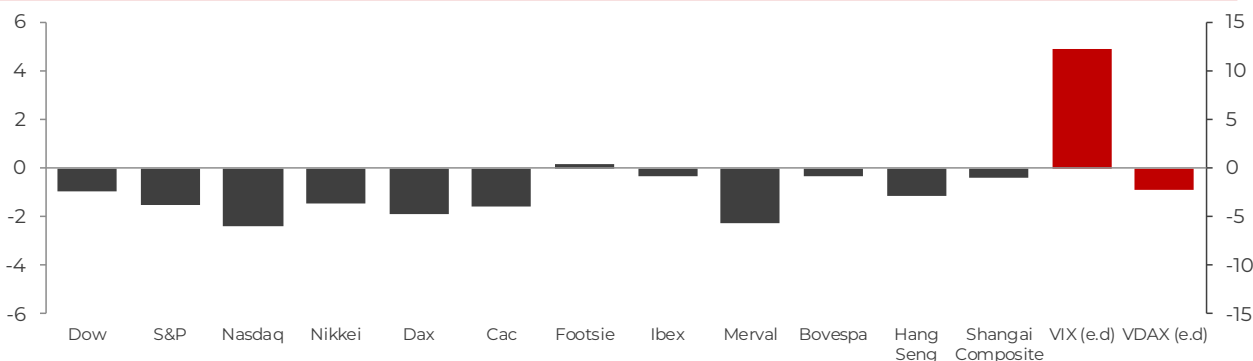
Evolución EURIBOR 12 meses.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Bolsas Mundiales (Ultima semana).

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



MERCADOS GLOBALES

POLÍTICA MONETARIA Y LIQUIDEZ

Evolución Condiciones Liquidez Euro Zona.

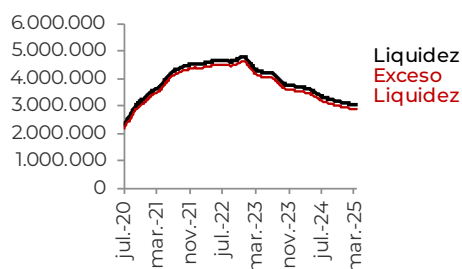
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
CONDICIONES LIQUIDEZ EUROZONA				
MRO (kMn €)	14,0	↑	8,44	12,42
Liquidez Total (kMn€)	2.979,9	↓	3.013,9	3.013,2
Exceso Liquidez (kMn€)	2.813,5	↓	2.847,5	2.846,3
Balance BCE (kMn€)	6.274,3	↓	6.274,5	6.349,8
TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA				
€STR 3m (%)	2,216	↓	2,281	2,369
€STR 12m (%)	2,534	↓	2,596	2,266
Euribor 3m (%)	2,328	↓	2,386	2,464
Euribor 12m (%)	2,324	↓	2,371	2,394

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. (%)

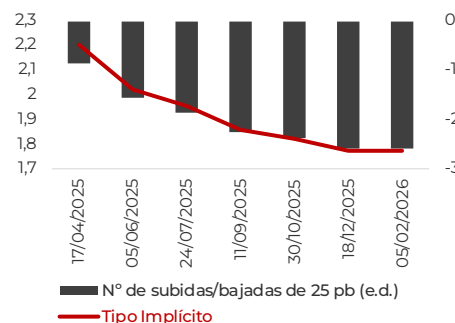
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	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	1,93	↓	-0,15	0,02
Reserva Federal				
Fed Fund	4,50	→	4,50	4,5
Fed Discount	4,50	→	4,50	4,5
OIS 1Y1Y	3,38	↓	-0,22	-0,20

Perspectiva de tipos del BCE por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

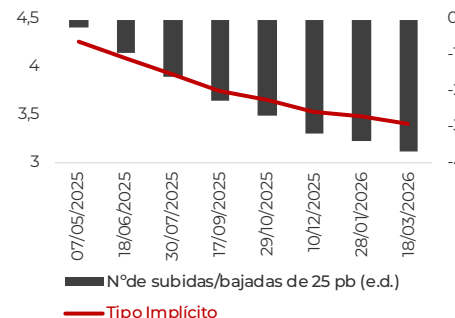
Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
17/04/2025	-0,859	-85,9	-0,215	2,202
05/06/2025	-1,572	-71,2	-0,393	2,024
24/07/2025	-1,855	-28,3	-0,464	1,953
11/09/2025	-2,242	-38,7	-0,561	1,856
30/10/2025	-2,372	-12,9	-0,593	1,824
18/12/2025	-2,571	-19,9	-0,643	1,774
05/02/2026	-2,58	-0,9	-0,645	1,772



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
07/05/2025	-0,239	-23,9	-0,06	4,269
18/06/2025	-0,934	-69,5	-0,234	4,095
30/07/2025	-1,605	-67,1	-0,401	3,927
17/09/2025	-2,298	-69,3	-0,575	3,754
29/10/2025	-2,705	-40,7	-0,676	3,653
10/12/2025	-3,217	-51,2	-0,804	3,524
28/01/2026	-3,405	-18,8	-0,851	3,477
18/03/2026	-3,701	-29,6	-0,925	3,403



CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

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

UME

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)

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

Emisión neta mensual de países de la Zona Euro

Mes	Vencimientos	Emisiones	Emisión Neta Mes	Emisión Neta Acumulada Año
Ene	-58,0	60,0	2,0	2,0
Feb	-60,0	82,0	22,0	24,0
Mar	-82,0	84,0	2,0	26,0
Abr	-58,0	40,0	-18,0	8,0
May	-85,0	0,0	-85,0	-17,0
Jun	-35,0	0,0	-35,0	-15,0
Jul	-60,0	0,0	-60,0	-15,0
Ago	-38,0	0,0	-38,0	-15,0
Sep	-55,0	0,0	-55,0	-15,0
Oct	-52,0	0,0	-52,0	-15,0
Nov	-68,0	0,0	-68,0	-15,0
Dic	-55,0	0,0	-55,0	-15,0

Emisión neta mensual en EEUU

Mes	Vencimientos	Emisiones	Emisión Neta Mes	Emisión Neta Acumulada Año
Ene	-250,0	210,0	-40,0	-40,0
Feb	-280,0	320,0	40,0	0,0
Mar	-200,0	320,0	120,0	140,0
Abr	-220,0	110,0	-110,0	30,0
May	-280,0	0,0	-280,0	-150,0
Jun	-180,0	0,0	-180,0	-330,0
Jul	-240,0	0,0	-240,0	-570,0
Ago	-280,0	0,0	-280,0	-850,0
Sep	-180,0	0,0	-180,0	-1030,0
Oct	-200,0	0,0	-200,0	-1230,0
Nov	-280,0	0,0	-280,0	-1510,0
Dic	-180,0	0,0	-180,0	-1690,0

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

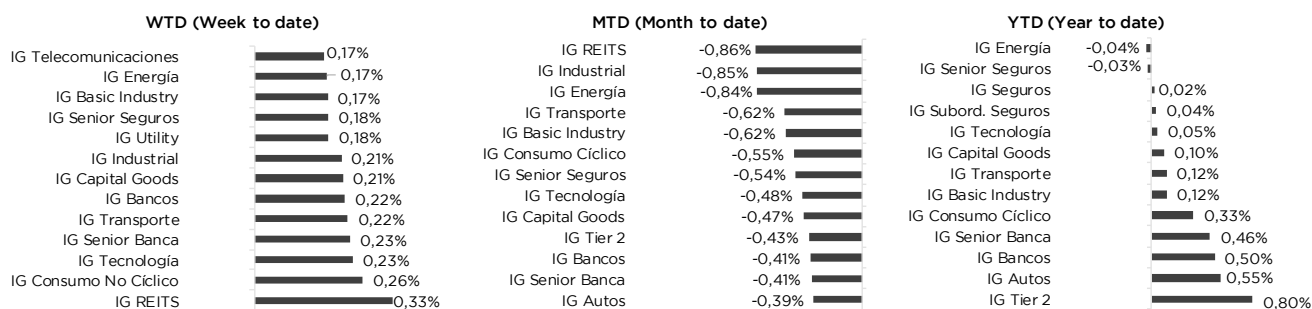
Comportamiento del crédito en EUR

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	94	2	7	-8	3,27%	-1,30%	5,10%	2,59%	0,21%	-0,63%	0,15%
AAA	61	2	6	3	3,41%	-0,85%	5,70%	4,95%	0,20%	-1,79%	-1,19%
AA	57	1	4	-3	3,04%	-1,53%	3,59%	3,06%	0,27%	-0,77%	-0,22%
A	85	2	7	-5	3,45%	-1,15%	4,86%	1,90%	0,22%	-0,86%	-0,02%
BBB	110	3	9	-6	3,72%	-0,89%	4,49%	2,09%	0,20%	-0,76%	0,23%
HY Corporates	327	20	46	18	5,91%	2,08%	0,79%	3,67%	-0,18%	-0,60%	0,87%
BB	211	18	32	7	4,53%	2,27%	7,41%	2,97%	-0,16%	-0,50%	0,57%
B	352	18	58	16	6,33%	1,37%	6,20%	2,48%	-0,20%	-0,56%	1,07%
CCC	1.073	34	117	-36	13,92%	2,08%	10,12%	-1,36%	-0,29%	-1,59%	3,10%
Sectores											
IG Bancos	98	2	9	-9	3,22%	-1,55%	5,02%	1,25%	0,22%	-0,41%	0,50%
IG Seguros	120	5	10	-6	3,58%	-0,17%	6,42%	3,81%	0,10%	-0,87%	0,02%
IG REITS	112	1	8	-1	3,49%	-1,50%	5,81%	5,39%	0,33%	-0,86%	-0,28%
IG Industrial	85	2	6	-6	3,38%	-1,13%	4,53%	2,94%	0,21%	-0,85%	-0,11%
IG Utility	102	2	8	-5	3,98%	-0,55%	4,60%	1,71%	0,18%	-1,17%	-0,06%
IG Basic Industry	83	3	3	-14	3,18%	-1,13%	4,36%	1,34%	0,17%	-0,62%	0,12%
IG Capital Goods	72	2	0	-10	3,08%	-1,46%	3,34%	2,27%	0,21%	-0,47%	0,10%
IG Telecomunicaciones	90	3	7	-6	3,28%	-0,93%	5,99%	4,41%	0,17%	-0,98%	-0,26%
IG Consumo Cíclico	99	4	6	-11	3,30%	-0,94%	4,33%	0,82%	0,13%	-0,55%	0,33%
IG Autos	105	4	6	-14	3,31%	-0,83%	3,74%	-0,88%	0,10%	-0,39%	0,55%
IG Consumo No Cíclico	77	1	3	-6	3,17%	-1,61%	4,89%	4,31%	0,26%	-0,91%	-0,33%
IG Energía	106	3	10	-4	3,43%	-0,92%	6,90%	4,40%	0,17%	-0,84%	-0,04%
IG Tecnología	79	2	5	-3	3,09%	-1,53%	4,15%	4,14%	0,23%	-0,48%	0,05%
IG Transporte	85	2	4	-10	3,20%	-1,43%	4,81%	2,54%	0,22%	-0,62%	0,12%
Pendiente											
IG 1-3yr	77	2	7	-6	3,05%	-2,10%	0,91%	-3,35%	0,21%	0,10%	0,83%
IG 3-5yr	97	2	8	-6	3,39%	-1,43%	4,07%	1,57%	0,27%	-0,27%	0,60%
IG 5-7yr	107	3	8	-6	3,66%	-0,71%	6,77%	5,18%	0,25%	-0,89%	0,05%
IG 7-10yr	110	2	8	-6	3,94%	-0,37%	8,15%	6,71%	0,19%	-1,76%	-0,76%
IG +10yr	106	3	11	2	4,92%	0,11%	7,68%	6,79%	0,06%	-3,53%	-2,35%

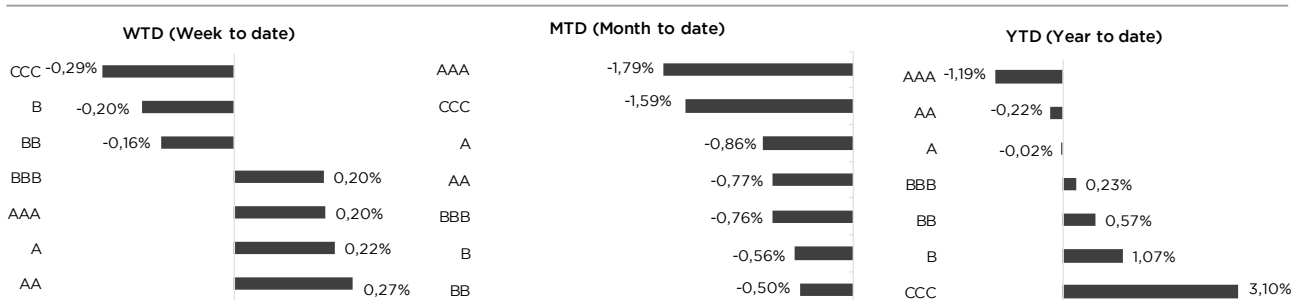
Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

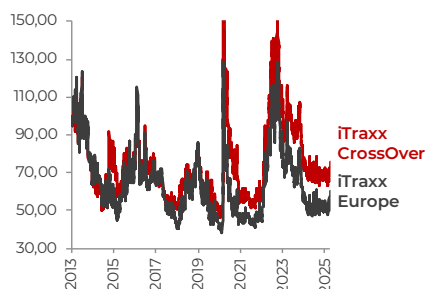


DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

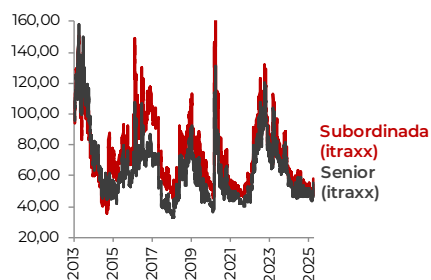
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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
Merck & Co Inc	Moody's	Aa3	STBL	A1	STBL
MSD Netherlands Capital BV	Moody's	Aa3	STBL	A1	STBL
Nexi SpA	S&P	BBB-	STBL	BB+	STBL
Carrier Global Corp	Moody's	Baa1	POS	Baa2	-
General Electric Co	S&P	A-	STBL	BBB+	STBL
POSCO Holdings Inc	Moody's	Baa3	STBL	Baa3	WD
Wolters Kluwer NV	S&P	A-	STBL	BBB+	STBL
Abanca Corp Bancaria SA	S&P	BBB	STBL	BBB-	STBL
Banco de Sabadell SA	S&P	A-	STBL	BBB+	-
Ibercaja Banco SA	S&P	BBB	STBL	BBB-	STBL

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

S&P pone outlook negativo a Statkraft AS (A) y afirma el outlook de Land Baden-Wuerttemberg en STBL (AA+). Fitch afirma el rating de Australia & New Zealand Banking Group Ltd (AA-/STBL). Moody's afirma el rating a Danone SA (Baa1/STBL), a Holcim AG (Baa1/STBL), a Rheinmetall AG (Baa1/STBL).

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.