

## RESUMEN DE MERCADO

Lunes, 26 de mayo 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

La sostenibilidad de las finanzas públicas de Estados Unidos ha vuelto al centro del debate financiero internacional tras la decisión de Moody's de rebajar el rating soberano del país. Esta rebaja refleja la creciente preocupación por los déficits persistentes que han prevalecido en EEUU en los últimos años, el rápido aumento de la deuda pública y la falta de consenso político para aplicar medidas de corrección eficaces. Además, el Congreso estadounidense se encuentra actualmente negociando un nuevo paquete fiscal que ya ha conseguido el visto bueno de la Cámara de Representantes y que podría acentuar aún más el problema.

Esta semana, analizamos cuál es la situación actual de las cuentas públicas en EEUU y su posible evolución, con el fin de determinar si la mayor economía del mundo podrá reconducir sus cuentas públicas en los próximos años.

#### ¿Cuál es la situación actual de las finanzas públicas de EEUU?

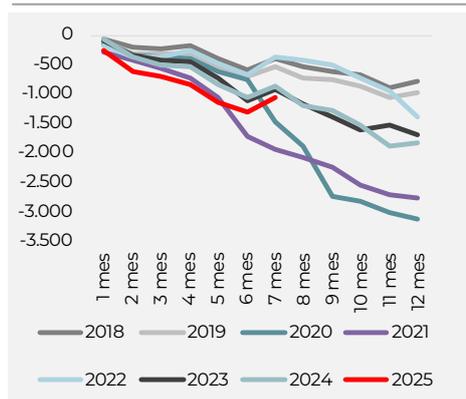
Según las últimas cifras publicadas por el Tesoro de EEUU, correspondientes a los 7 primeros meses de este año fiscal, el déficit estadounidense se situaría, hasta el mes de abril, ligeramente por encima del billón de dólares, lo que supone unos niveles claramente elevados. Y es que, si comparamos estas cifras con los registros contabilizados en los últimos años, observamos que tan sólo se verían superados por los desequilibrios registrados en 2020 y 2021 (gráfico 1), lo que es especialmente ilustrativo si tenemos en cuenta que dichos ejercicios corresponden a un periodo de clara excepcionalidad a nivel de gasto público, como fue el de una crisis sanitaria a nivel global.

En este sentido, cabe señalar que el déficit acumulado en lo que llevamos de 2025 se ha alcanzado incluso después de la notable corrección de abril, cuando se registró un saldo positivo de 258.000 millones de dólares. Y es que abril es un mes que suele ser muy positivo para las arcas públicas estadounidenses debido al fuerte aumento estacional de ingresos derivado del pago de impuestos durante la temporada de declaraciones, el conocido como "tax season". De esta forma, los números siguen apartándose claramente de un mínimo de rigor fiscal y ponen encima de la mesa el debate sobre la sostenibilidad de las cuentas públicas estadounidenses en el largo plazo.

Por su parte, las estimaciones de la Oficina de Presupuesto del Congreso (CBO), plantean que el déficit federal se mantendrá en torno al 6% del PIB en media durante la próxima década, lo que implica que el país seguirá gastando sistemáticamente mucho más de lo que ingresa. En consecuencia, la deuda

GRÁFICO 1: El déficit fiscal de los 7 primeros meses del año fiscal son muy elevados...

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



## RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 2: ... las proyecciones de la CBO plantean desequilibrios mayores

Fuente: CBO e Inverseguros

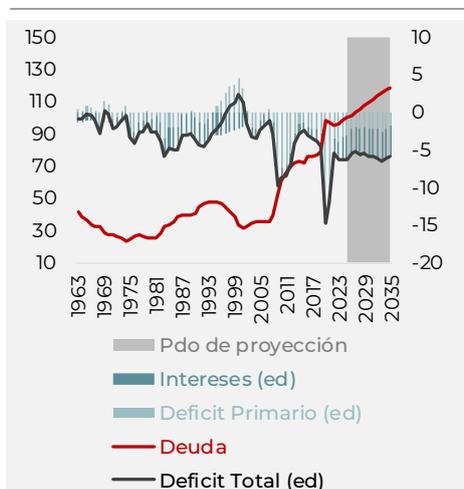


TABLA 1: Principales medidas del paquete legislativo de Trump e impacto en el déficit federal en los próximos 10 años

Fuente: CBO e Inverseguros

Medida	Impacto estimado en Bn \$
Extensión permanente de los recortes fiscales de 2017 (TCJA)	-2,1
Exenciones de impuestos y créditos fiscales	-1,7
Incremento del gasto en defensa y seguridad fronteriza	-0,3
Recorte en programas sociales	1,5
Ingresos adicionales por nuevas medidas fiscales	0,1
<b>Impacto en Déficit en periodo 2025-2034</b>	<b>-2,5</b>

pública superará el 106% del PIB en pocos años (el nivel más alto registrado desde la Segunda Guerra Mundial) y alcanzará niveles cercanos al 119% en 2035 (gráfico 2), si no se aplican cambios sustanciales en la política fiscal.

### Más leña al fuego...

A pesar de este panorama preocupante, el Congreso trabaja actualmente en un nuevo paquete fiscal impulsado por el presidente Trump, el conocido como "One Big Beautiful Bill Act".

Este paquete legislativo incluye las siguientes propuestas clave:

1. Extensión permanente de los recortes fiscales aprobado bajo la presidencia de Trump en 2017.
2. Eliminación de impuestos sobre propinas, horas extra e intereses de préstamos para automóviles.
3. Aumento del gasto en defensa y seguridad fronteriza.
4. Reducción de programas sociales, como recortes en Medicaid y subsidios a energías limpias.

El coste total del paquete se estima supondrá una rebaja en materia de recaudación fiscal de 3.8 billones que será financiado parcialmente con una reducción del gasto de aproximadamente 1.1 billones en los próximos 10 años. De esta forma, las medidas planteadas supondrían aumentar el déficit federal en más de 2.5 billones en la próxima década (Tabla 1), equivalente a un aumento promedio del déficit de un 1% del PIB anual.

A día de hoy, la propuesta ha generado divisiones dentro del Partido Republicano. Así, los más conservadores exigen recortes de gasto más profundos, mientras que los moderados están preocupados por el impacto en programas sociales como el Medicaid. Estos desacuerdos sugieren que es probable que las negociaciones se extiendan y que acaben planteando cambios sustanciales en la propuesta inicial, a pesar de que ya haya tenido el visto bueno por parte de la Cámara de Representantes. Así, el proyecto de ley pasa ahora al Senado, donde se anticipa que el proceso de revisión y votación se extienda hasta principios de julio, teniendo incluso que volver a ser votado en la Cámara de Representantes si se plantean cambios significativos.

### Medidas propuestas para reducir el déficit: ingresos arancelarios y recortes de gasto

El gobierno ha asegurado que, incluso con los recortes de impuestos planteados en su "One Big Beautiful Bill Act", conseguirá reducir el déficit. En este sentido Bessent, con su

## RESUMEN DE MERCADO

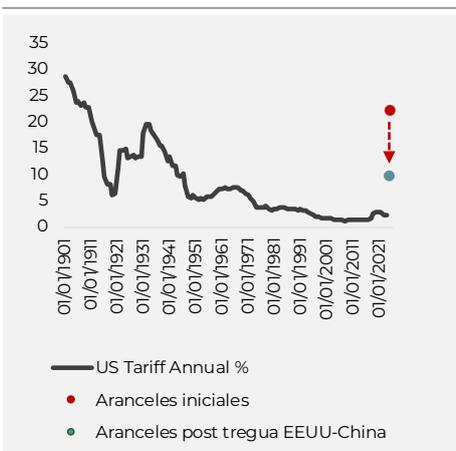
**GRÁFICO 3: Los ingresos por aranceles están aumentando de forma abrupta**

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



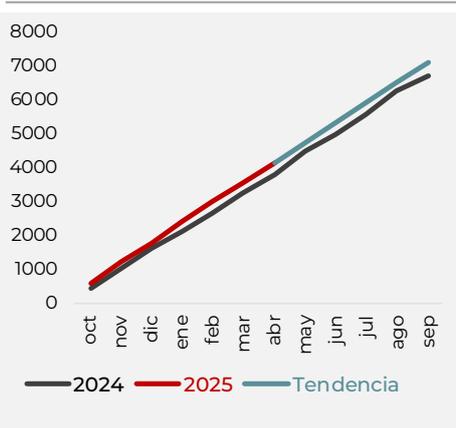
**GRÁFICO 4: Arancel promedio global podría situarse entorno al 10%**

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



**GRÁFICO 5: El gasto a día de hoy sigue aumentando**

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



“regla del triple 3”, tiene como objetivo reducir los actuales niveles que superan el 6%, al entorno del 3% y para ello ha planteado dos vías fundamentales de actuación:

1. Incremento de los aranceles: Según la Casa Blanca, la nueva política comercial de Trump generará unos 600.000 millones de euros en ingresos para las Arcas Públicas. Sin embargo, a día de hoy, los ingresos arancelarios, si bien es cierto que se han prácticamente duplicado en tan sólo un mes, hasta alcanzar los 15.600 millones de dólares al cierre de abril (gráfico 3), lo cierto es que la recaudación distan mucho de alcanzar la cifra prometida por la Administración Trump. De esta forma, partiendo de las cifras de abril que acabamos de comentar y haciendo una proyección lineal de las mismas para el conjunto del año, obtendríamos que el total de los ingresos por aduanas alcanzarían algo más de los 200.000 millones, cifra muy inferior a los 600.000 millones prometidos por la Casa Blanca. De hecho, para alcanzar estos niveles de recaudación habría que mantener unos aranceles medios a nivel global entorno al 20%, lo cual parece un escenario un tanto agresivo, especialmente después de la desescalada en las tensiones con China, que han llevado esta referencia a niveles del 10% (gráfico 4).

Además, los aranceles frenan el crecimiento económico y reducen los beneficios empresariales, lo que puede traducirse en menos recaudación tributaria neta. De esta forma, aunque los ingresos públicos por aranceles estén aumentando de forma importante respecto a 2024, lo cierto es que la recaudación que se pueda obtener por esta vía sería insuficiente para suponer un cambio evidente en las reglas del juego existentes actualmente en materia presupuestaria.

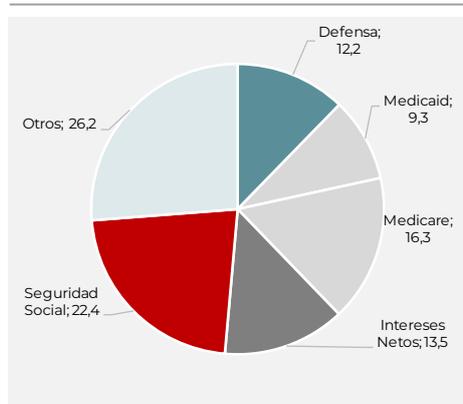
2. Recortes de gasto público: Para reducir el déficit también se plantean recortes importantes del gasto gubernamental, para lo que se creó el Departamento de Eficiencia Gubernamental (DOGE), que sin embargo está teniendo poco éxito. De hecho, el gobierno federal no sólo no está realizando apenas recortes sino que está gastando más este año de lo que lo hizo en 2024. De hecho, proyectando el gasto anual agregado en función de la tendencia vista hasta la fecha, observamos que el resultado final sería de una mayor debilidad a nivel presupuestario (gráfico 5).

Además, el margen de recorte existente es bastante limitado. De hecho, con un gasto federal de 7.000 millones de dólares presupuestados para este año, entorno al 50% del mismo son gastos de carácter “obligatorio”, ya que se basan en derechos adquiridos por

## RESUMEN DE MERCADO

### GRÁFICO 6: No existe mucho margen para los recortes

Fuente: CBO e Inverseguros



ley, como Seguridad Social y Sanidad, por lo que recortes en por esta vía serían muy difíciles de conseguir. Adicionalmente, entorno al 14% del gasto presupuestado para 2025 está destinado al pago de intereses, que tampoco se puede tocar y entorno a un 12% adicional iría a defensa, que, en el contexto actual es complicado que pueda experimentar recortes importantes (gráfico 6).

Todo ello deja solo 1 billón de dólares disponible para posibles ajustes (25% del gasto total), por lo que incluso en el escenario más agresivo tan sólo podríamos plantear ahorros de unos 100.000 millones al año en la próxima década.

### ¿Es sostenible la política fiscal con estas medidas?

Con todo lo comentado hasta el momento, podemos concluir que sumando los ingresos adicionales por aranceles que se puedan conseguir junto con los ahorros por recortes de gasto, tan sólo conseguiríamos fondos para financiar el nuevo paquete fiscal que está actualmente en proceso legislativo en el Congreso. Por lo tanto, no se conseguiría modificar la trayectoria existente del déficit.

Esto significa que la situación de partida, ya de por sí compleja, no mejoraría estructuralmente. Así, el déficit es de esperar que siga creciendo especialmente en un entorno en el que el cupón medio de los bonos de gobierno con vencimiento hasta 2028 se sitúa por debajo del 3.0%, es decir, unos 150 puntos básicos por debajo del contexto actual, lo que quiere decir que, en la medida que la refinanciación de esa deuda se produzca, el coste soportado irá creciendo en mayor medida.

### Conclusiones

1. El foco de los mercados ha regresado a la sostenibilidad fiscal de EEUU tras la rebaja de rating de Moody's. En este sentido, el nuevo paquete fiscal propuesto por Trump podría aumentar aún más un déficit ya de por sí elevado, al tiempo que ofrece pocas medidas compensatorias de ahorro o ingresos sostenibles.
2. Los ingresos por aranceles tienen un potencial limitado y sus efectos secundarios pueden ser contraproducentes para la recaudación.
3. Los recortes de gasto son políticamente difíciles y estructuralmente limitados, lo que reduce su capacidad de corrección.
4. En conjunto, las medidas actuales no bastan para corregir la senda insostenible de la deuda pública. La situación requiere reformas más profundas o un ajuste fiscal significativo en los próximos años.

## MERCADOS GLOBALES

### AGENDA CRÍTICA

	PAÍS	EVENTO
<b>2025</b>		
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
30 de junio	UME	Foro económico del BCE en Sintra (incluye resultados de la revisión estratégica del BCE)
1 de julio	Dinamarca	Dinamarca asume la presidencia del Consejo de la UE durante el 25.25
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
23 de octubre	Alemania	Estimación fiscal (2025-2029)
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	Previsiones económicas del Consejo de Asesores Económicos
10 de diciembre	EEUU	Anuncio de tipos del FOMC y proyecciones macro
18 de diciembre	Reino Unido	Anuncio tipos BoE
18/19 de diciembre	UME	Cumbre de la UE - Jefes de Estado o de Gobierno

## MERCADOS GLOBALES

### MERCADOS

#### RENTABILIDADES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2 años	1,798	1,843	1,719	2,082
		5 años	2,128	2,149	2,017	2,154
		10 años	2,597	2,588	2,469	2,367
	Francia	2 años	1,938	1,974	1,88	2,27
		5 años	2,511	2,517	2,431	2,722
		10 años	3,283	3,26	3,188	3,195
	EEUU	2 años	3,9912	3,9995	3,8709	4,2416
		5 años	4,0811	4,0928	4,0224	4,382
		10 años	4,511	4,477	4,3812	4,569
Periféricos	España	2 años	1,985	2,034	1,918	2,253
		5 años	2,453	2,48	2,374	2,58
		10 años	3,217	3,212	3,123	3,061
	Irlanda	5 años	2,324	2,32	2,24	2,257
		10 años	2,925	2,878	2,831	2,643
		Italia	2 años	2,043	2,082	2,012
	5 años	2,77	2,772	2,738	2,865	
		10 años	3,608	3,597	3,574	3,522
		Portugal	2 años	1,856	1,917	1,825
5 años	2,368		2,382	2,254	2,243	
10 años	3,102		3,091	3,007	2,848	

#### DIFERENCIALES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Francia-Alemania	2 años	14	13,1	16,1	18,8
	5 años	38,3	36,8	41,4	56,8	
	10 años	68,6	67,2	71,9	82,8	
	España-Alemania	2 años	18,7	19,1	19,9	17,1
Periféricos vs Alemania	5 años	32,5	33,1	35,7	42,6	
	10 años	62	62,4	65,4	69,4	
	Irlanda-Alemania	5 años	19,6	17,1	22,3	10,3
	10 años	32,8	29	36,2	27,6	
Italia-Alemania	2 años	24,5	23,9	29,3	34	
	5 años	64,2	62,3	72,1	71,1	
	10 años	101,1	100,9	110,5	115,5	
	Portugal-Alemania	2 años	5,8	7,4	10,6	16,5
Otros	5 años	24	23,3	23,7	8,9	
	10 años	50,5	50,3	53,8	48,1	
	Alemania-EEUU	2 años	-219,32	-215,7	-215	-215,96
	5 años	-195,31	-194,4	-201	-222,8	
España-Italia	10 años	-191,4	-188,9	-191	-220,2	
	2 años	-5,8	-4,8	-9,4	-16,9	
	5 años	-31,7	-29,2	-36,4	-28,5	
	10 años	-39,1	-38,5	-45,1	-46,1	

#### FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

	Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Futuros	Bund	130,34	130,54	131,59	132,55
	T Bond	109,86	110,14	111,52	108,75
	Bono italiano	120,09	120,2	120,09	119,66
	Bono español	124,21	124	123,98	125,05
Divisas	Dólar / Euro	1,1399	1,1235	1,1411	1,0349
	Libra / Dólar	1,3575	1,3355	1,3413	1,2519
	Libra / Euro	1,1909	1,1886	1,1754	1,2097
	Yen / Dólar	142,79	144,99	142,34	157,37
	Yen / Euro	162,76	162,9	162,44	162,89
Commodities	Franco Suizo / Dólar	0,8205	0,8345	0,8211	0,9078
	Franco Suizo / Euro	1,0692	1,0665	1,0673	1,0644
	Brent	65,53	65,08	66,95	74,11
	West Texas	62,83	63,09	63,78	72,50
	Oro	3,334,6	3,231,9	3,319,7	2,624,4
	Plata	33,44	32,40	33,11	28,84
Platino	1,090,3	1,005,9	972,9	922,3	

#### SWAP SPREAD

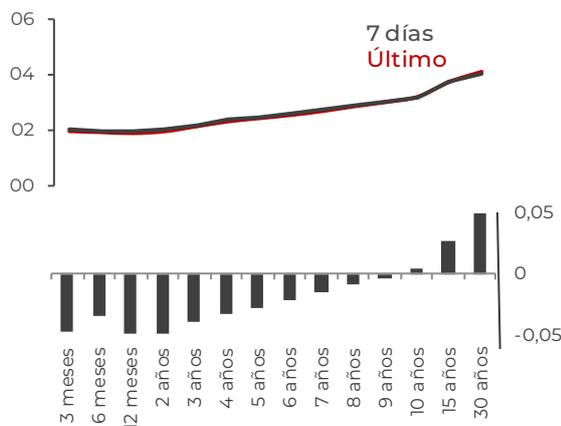
		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-17	-16,3	-19,7	-11,1
		5 años	-11,5	-9,06	-16,28	-9,2
		10 años	2,42	5,15	-2,635	0,5
	EEUU-Swap	2 años	27,822	24,165	30,29	17,135
		5 años	43,31	39,571	45,36	37,075
		10 años	61,29	56,853	59,62	53,79
Curva Swap	Curva Swap EUR	2 años	1,968	2,006	1,916	2,193
		5 años	2,243	2,2396	2,1798	2,246
		10 años	2,5728	2,5365	2,49535	2,362
	Curva Swap USD	2 años	3,71298	3,75785	3,568	4,07025
		5 años	3,648	3,69709	3,5688	4,01125
		10 años	3,8981	3,90847	3,785	4,0311

#### PENDIENTES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2-5	33	30,6	29,8	7,2
		5-10	46,9	43,9	45,2	21,3
		2-10	79,9	74,5	75	28,5
	EEUU	2-5	8,99	9,33	15,15	14,04
		5-10	42,99	38,42	35,88	18,7
		2-10	51,98	47,75	51,03	32,74
España	2-5	46,8	44,6	45,6	32,7	
	5-10	76,4	73,2	74,9	48,1	
	2-10	123,2	117,8	120,5	80,8	
Periféricos	Italia	2-5	72,7	69	72,6	44,3
		5-10	83,8	82,5	83,6	65,7
		2-10	156,5	151,5	156,2	110

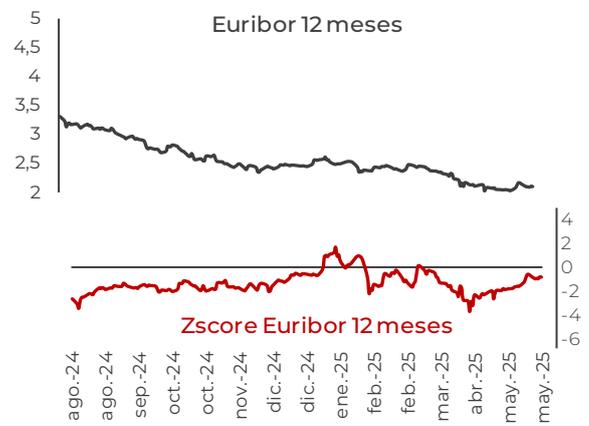
#### Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



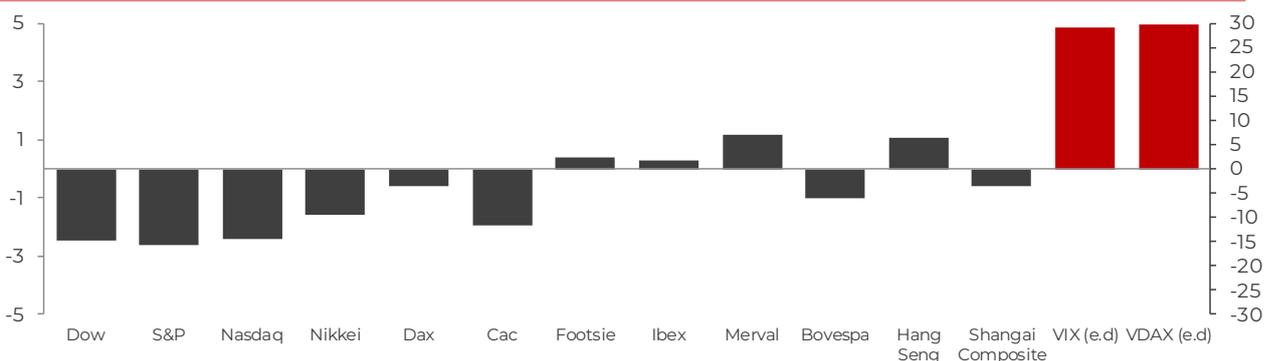
#### Evolución EURIBOR 12 meses.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



#### Bolsas Mundiales (Ultima semana).

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



## MERCADOS GLOBALES

### POLÍTICA MONETARIA Y LIQUIDEZ

#### Evolución Condiciones Liquidez Euro Zona.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
<b>CONDICIONES LIQUIDEZ EUROZONA</b>				
MRO (kMn €)	10,6	↑	9,86	11,94
Liquidez Total (kMn€)	2.924,0	↓	2.924,9	2.919,3
Exceso Liquidez (kMn€)	2.756,9	↓	2.757,7	2.752,8
Balance BCE (kMn€)	6.291,7	↓	6.301,2	6.339,4

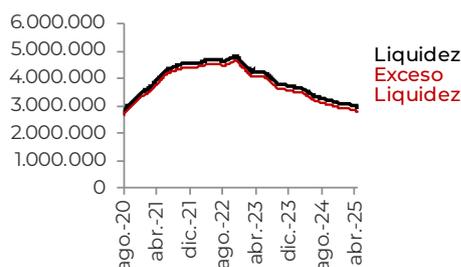
#### TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA

	Último		-5D	-30D
€STR 3m (%)	1,943	↓	1,980	2,034
€STR 12m (%)	2,517	↑	2,470	2,438
Euribor 3m (%)	2,040	↓	2,101	2,158
Euribor 12m (%)	2,096	↓	2,142	2,022

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. (%)

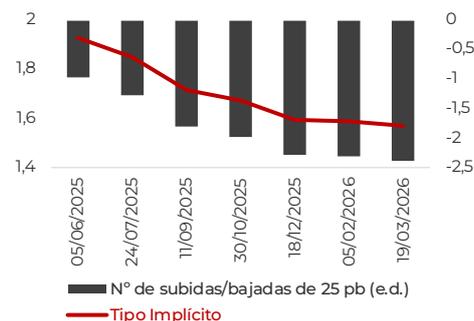
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
<b>BCE</b>				
BCE Tipo General	2,40	↓	2,65	2,65
BCE Tipo Depósito	2,3	↓	2,5	2,5
BCE Tipo Marginal	2,65	↓	2,90	2,90
Eonia 1Y1Y	1,80	↓	-0,04	0,07
<b>Reserva Federal</b>				
Fed Fund	4,50	→	4,50	4,5
Fed Discount	4,50	→	4,50	4,5
OIS 1Y1Y	3,37	↓	-0,04	0,31

#### Perspectiva de tipos del BCE por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

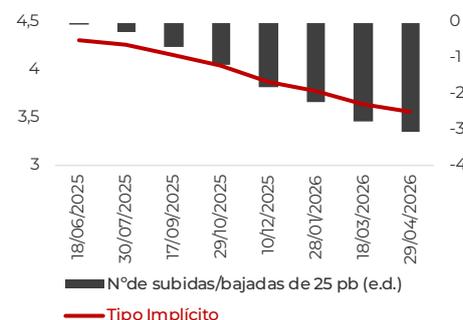
Fecha reunión	Nº subidas/bajadas de 25 pb	Subidas/bajadas en %	Variación del Tipo implícito	Tipo Implícito
05/06/2025	-0,967	-96,7	-0,242	1,926
24/07/2025	-1,284	-31,7	-0,321	1,847
11/09/2025	-1,8	-51,6	-0,45	1,718
30/10/2025	-1,987	-18,7	-0,497	1,671
18/12/2025	-2,284	-29,7	-0,571	1,597
05/02/2026	-2,315	-3,1	-0,579	1,589
19/03/2026	-2,383	-6,9	-0,596	1,572



#### 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
18/06/2025	-0,056	-5,6	-0,014	4,319
30/07/2025	-0,262	-20,7	-0,066	4,267
17/09/2025	-0,684	-42,2	-0,171	4,162
29/10/2025	-1,182	-49,8	-0,296	4,038
10/12/2025	-1,832	-65	-0,458	3,875
28/01/2026	-2,242	-41	-0,561	3,773
18/03/2026	-2,775	-53,2	-0,694	3,639
29/04/2026	-3,082	-30,8	-0,771	3,563



## DEUDA PÚBLICA

### CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

	Agencia	ACTUAL		ANTERIOR	
		Calificación	Panorama	Calificación	Panorama
Bank of Ireland	Fitch	A	STBL	A-	STBL
Italia	Moody's	Baa3	POS	Baa3	STBL

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

### ESTIMACIONES DE FLUJOS PRIMARIOS DE GOBIERNO SEMANAL

#### UME

##### EMISIONES BONOS UME EN LA SEMANA

Fecha	País	Plazo	Emisión (MM)
27/05/2025	PB	jul-30	2,5
27/05/2025	IT	feb-27	2,8
28/05/2025	AL	may-38	1,5
28/05/2025	AL	jul-40	0,5
29/05/2025	IT	jul-30	3,8
29/05/2025	IT	oct-35	3,8
<b>TOTAL</b>			<b>14,8</b>

##### VENCIMIENTOS BONOS UME EN LA SEMANA

País	Emisiones (MM)	Vencimientos (MM)	Emisión Neta (MM)
AL	2,0		2,0
FR			
IT	10,3	18,4	-8,2
ES			
AU			
BE			
PB	2,5		2,5
PO			
FIN			
GR			
IRL			
UE			
<b>TOTAL</b>		<b>14,8</b>	<b>18,44</b>
			<b>-3,7</b>

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

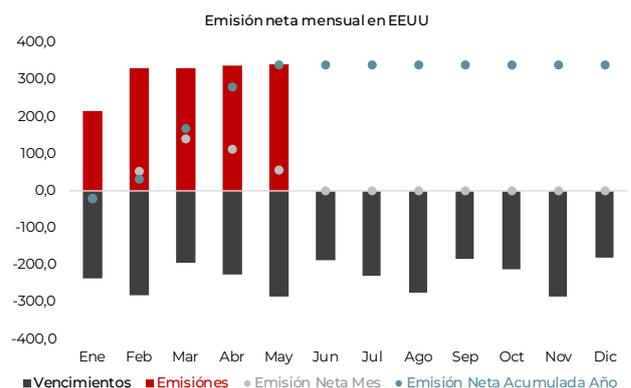
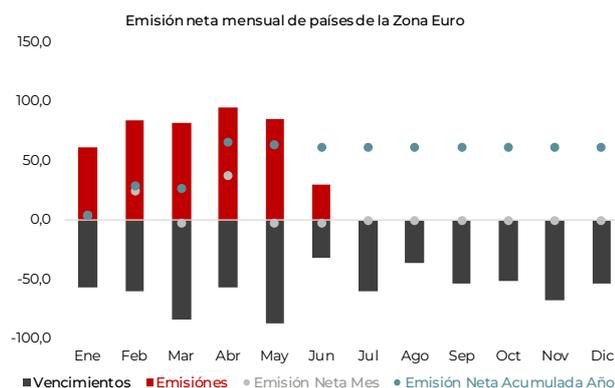
Fecha	País	Plazo	Emisión (MM)
27/05/2025	EEUU	2 años	69
28/05/2025	EEUU	5 años	70
29/05/2025	EEUU	7 años	44
<b>TOTAL</b>			<b>183</b>

##### VENCIMIENTOS BONOS EEUU EN LA SEMANA

País	Emisiones (MM)	Vencimientos (MM)	Emisión Neta (MM)
EEUU	183		183
<b>TOTAL</b>		<b>183,0</b>	<b>183</b>

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								
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								
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								
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								
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

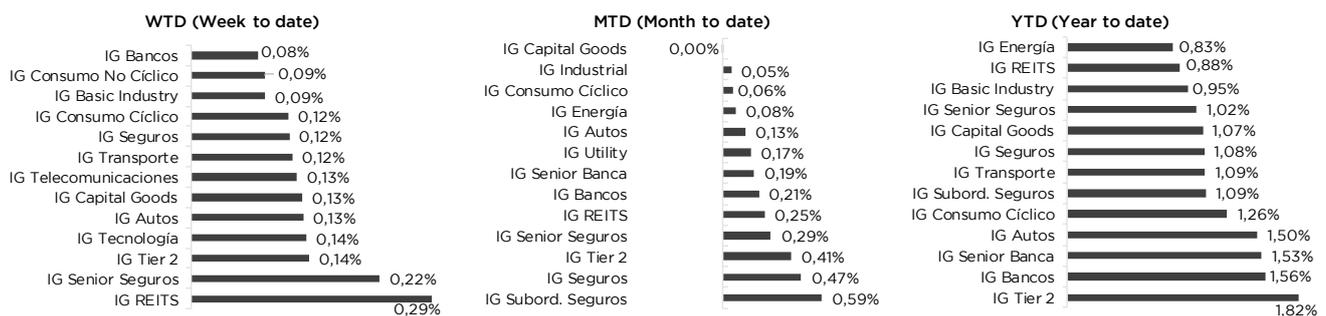
Comportamiento del crédito en EUR

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	OAS vs Govt				Rentabilidad Efectiva				Total Return		
	Último	WTD	MTD	YTD	Último	WTD	MTD	YTD	WTD	MTD	YTD
<b>Rating</b>											
<b>IG Corporates</b>	104	4	-3	2	3,15%	-0,73%	0,97%	-0,91%	0,11%	0,04%	1,13%
AAA	66	1	-5	8	3,46%	5,46%	7,22%	6,63%	-0,09%	-0,09%	-0,44%
AA	65	3	-2	4	2,90%	-0,48%	1,91%	-1,57%	0,07%	0,13%	0,79%
A	94	4	-3	3	3,34%	-0,41%	1,31%	-1,48%	0,04%	0,19%	0,90%
BBB	121	3	-4	5	3,62%	-0,47%	0,80%	-0,48%	0,09%	0,31%	1,10%
<b>HY Corporates</b>	337	13	-16	28	5,79%	0,96%	-1,54%	1,70%	-0,09%	0,79%	1,75%
BB	233	14	-5	29	4,57%	1,38%	0,46%	3,89%	-0,11%	0,58%	1,50%
B	374	7	-28	38	6,34%	0,02%	-2,96%	2,73%	-0,03%	0,99%	2,17%
CCC	1.086	40	-21	-23	13,69%	2,59%	-0,94%	-3,05%	-0,89%	0,96%	1,37%
<b>Sectores</b>											
IG Bancos	107	5	-5	0	3,09%	-0,50%	0,01%	-2,97%	0,08%	0,21%	1,56%
IG Seguros	132	5	-9	7	3,49%	-0,17%	-0,32%	1,40%	0,12%	0,47%	1,08%
IG REITS	117	0	-7	4	3,33%	-1,58%	0,05%	0,72%	0,29%	0,25%	0,88%
IG Industrial	96	3	-2	5	3,28%	-0,66%	1,81%	0,15%	0,08%	0,05%	0,76%
IG Utility	111	2	-2	3	3,91%	-0,15%	2,52%	-0,02%	0,02%	0,17%	0,74%
IG Basic Industry	96	4	-2	0	3,10%	-0,45%	1,42%	-1,07%	0,09%	-0,05%	0,95%
IG Capital Goods	82	3	-2	0	2,97%	-0,92%	1,50%	-1,40%	0,13%	0,00%	1,07%
IG Telecomunicaciones	101	3	1	5	3,19%	-0,84%	2,56%	1,25%	0,13%	-0,27%	0,69%
IG Consumo Cíclico	111	4	-2	1	3,21%	-0,79%	1,78%	-1,87%	0,12%	0,06%	1,26%
IG Autos	117	4	-2	-2	3,22%	-0,88%	1,68%	-3,67%	0,13%	0,13%	1,50%
IG Consumo No Cíclico	88	3	0	5	3,09%	-0,83%	2,58%	1,72%	0,09%	-0,28%	0,49%
IG Energía	118	5	-5	9	3,33%	-0,37%	0,36%	1,47%	0,06%	0,08%	0,83%
IG Tecnología	93	3	1	10	3,05%	-1,12%	4,28%	3,09%	0,14%	-0,21%	0,76%
IG Transporte	98	4	1	2	3,12%	-0,79%	2,77%	0,00%	0,12%	-0,08%	1,09%
<b>Pendiente</b>											
IG 1-3yr	86	3	-7	4	2,88%	-1,55%	-1,62%	-8,92%	0,15%	0,49%	1,59%
IG 3-5yr	107	4	-5	5	3,26%	-0,77%	0,38%	-2,20%	0,17%	0,42%	1,65%
IG 5-7yr	116	3	-3	3	3,57%	-0,43%	2,01%	2,44%	0,14%	0,21%	1,25%
IG 7-10yr	122	3	-1	5	3,90%	0,25%	2,47%	5,56%	0,00%	-0,05%	0,33%
IG +10yr	111	2	-3	7	4,90%	0,81%	2,65%	6,41%	-0,55%	-0,50%	-2,23%

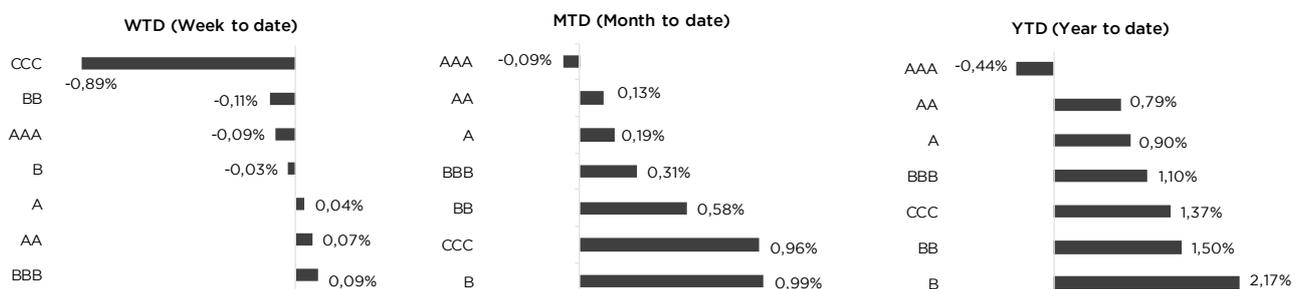
### Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

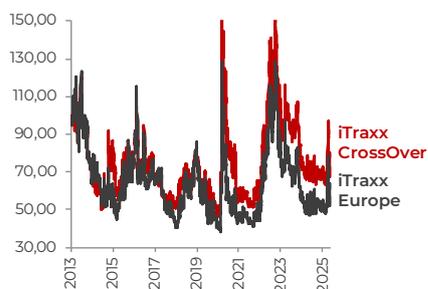


## DEUDA PRIVADA

### QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

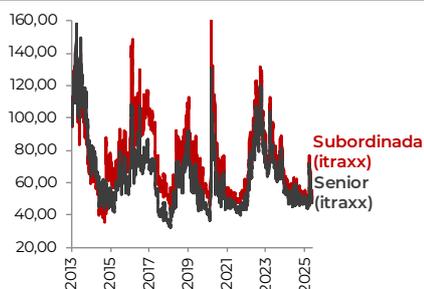
**Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)**

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
American Medical Systems Europe BV	Moody's	A3	STBL	Baa1	STBL
Bank of America NA	Moody's	Aa2	STBL	Aa1	STBL
Boston Scientific Corp	Moody's	A3	STBL	Baa1	STBL
Capital One Financial Corp	Moody's	Baa1	STBL	Baa1	WD
New York Life Global Funding	Moody's	Aa1	STBL	Aaa	STBL
Novo Nordisk A/S	S&P	AA	STBL	AA-	STBL
Luminor Bank AS/Estonia	Moody's	A2	NEG	A2	WD
Novo Banco SA	Moody's	Baa1	POS	Baa2	STBL
Permanent TSB PLC	Fitch	BBB+	STBL	BBB	STBL
Banco Comercial Portugues SA (Deuda subordinada)	Moody's	Baa3	STBL	Ba1	STBL
BAWAG PSK Bank	Moody's	A1	POS	A1	WD
CEZ AS	Moody's	Baa1	POS	Baa1	WD
Eustream AS	Moody's	A-	NEG	WD	WD
Red Electrica de Espana SAU	Moody's	Baa1	NEG	WD	WD
SPP-Distribucia AS	S&P	A-	NEG	WD	WD
UBS AG	Fitch	A+	POS	A+	WD
Volksbank Wien AG	Fitch	BBB+	NEG	BBB+	WD

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

## DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

Silvia Verde (Analista)  
sverde@inverseguros.es

Patricia Rubio (Soporte Advtvo)  
prubio@inverseguros.es



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