

LECTURAS DE MERCADO

lunes, 20 de octubre de 2025

Empezamos la semana en un contexto de cierta mejora del apetito por riesgo, en un contexto en el que se han aliviado las tensiones en cuanto a la banca regional estadounidense además de ciertas noticias algo más optimistas en el frente comercial con Trump reconociendo que el actual marco arancelario sobre China no resulta sostenible, además de la posibilidad de una reunión entre Trump y Putin con el objetivo de alcanzar un acuerdo. Todo ello favorece una fase de consolidación en los Bunds.

En Francia los OAT cerraron la semana pasada con un peor comportamiento relativo frente al resto de curvas europeas, lo que sugiere el fin del breve alivio en spreads. Con la rebaja de S&P ya materializada, el diferencial a 10 años frente al Bund, en 78 pb al cierre del viernes, sigue siendo vulnerable. De hecho, en un contexto en el que la senda de consolidación resulta cada vez más compleja como consecuencia de las concesiones que se han tenido que realizar para asegurarse la continuidad del gobierno y que, además, se producen en un momento en el que el volumen de emisión para 2026 será muy elevado hacen que la curva soberana francesa se mantenga muy expuesta. Esto deja margen para nuevos episodios de ampliación de spreads antes de final de año. Además, Francia pasará de la categoría "AA" a "A" en los principales índices en los que se utilizan ratings medios, lo que podría implicar ajustes técnicos de carteras. Todo ello independientemente de la decisión de Moody's, cuya revisión está prevista para el viernes (Aa3/estable), que en cualquier caso también será foco de atención.

En cuanto a publicaciones macro, la agenda empieza tranquila, pero se acelera el viernes con dos referencias clave para mercado: el IPC estadounidense probablemente sólido y unos PMI's de la Zona Euro manteniéndose relativamente débiles. Si se confirma este patrón (EEUU fuerte / UME débil), podría ensanchar el diferencial UST-Bund, con los Treasuries perdiendo apoyo relativo.

En las últimas sesiones se ha intensificado la atención sobre el mercado monetario estadounidense, donde el SOFR, referencia del coste de financiación garantizada con Treasuries, ha comenzado a repuntar por encima del IOR que la Fed paga a los bancos por mantener reservas. Tradicionalmente, ambas referencias se mueven prácticamente a la par, por lo que el reciente desacople sugiere, por tanto, un incipiente tensionamiento de la liquidez: las entidades están dispuestas a pagar más por obtener efectivo en el mercado repo, lo que indica menor exceso de reservas en el sistema. Esta evolución responde a la combinación de factores como la QT que sigue drenando reservas o el aumento de la emisión del Tesoro para financiar déficits que está absorbiendo parte de la liquidez disponible. Así, el repunte del SOFR por encima del IOR refleja un incipiente estrés de liquidez que, aunque no implica de momento disfunción grave, pero recuerda a episodios previos (como el de 2019) que precedieron a intervenciones técnicas de la Fed para restaurar el equilibrio de reservas.

EVENTOS HOY

MERCADOS

|                     | Ultimo    | Var         |
|---------------------|-----------|-------------|
| Ibex 35             | 15.601,10 | -0,29%      |
| Eurostoxx 50        | 5.607,39  | -0,79%      |
| S&P                 | 6664,0    | 0,53%       |
| SP2Y                | 2,00      | 0 (p.b.)    |
| SP10Y               | 3,11      | 1,7 (p.b.)  |
| Dif. España         | 0,53      | 0,7 (p.b.)  |
| ITA2Y               | 2,13      | 2 (p.b.)    |
| ITA10Y              | 3,38      | 1,9 (p.b.)  |
| Dif. Italia         | 0,798     | 0,9 (p.b.)  |
| ALEM2Y              | 1,909     | 0 (p.b.)    |
| ALEM10Y             | 2,58      | 1 (p.b.)    |
| USA2Y               | 3,46      | 3,3 (p.b.)  |
| USA10Y              | 4,01      | 3,43 (p.b.) |
| Iboxx               | 242,5     | -0,07%      |
| Itraxx Europe       | 57,9      | 2,27%       |
| Itraxx Crossover    | 278,8     | 2,41%       |
| Itraxx Fin (senior) | 62,6      | 3,04%       |
| Itraxx Fin (sub)    | 106,8     | 3,88%       |
| Dólar/Euro          | 1,1655    | -0,19%      |
| Brent               | 61,29     | 0,38%       |
| Oro                 | 4.251,82  | -0,72%      |
| VIX (Volat. S&P500) | 20,8      | -17,90%     |
| MOVE (Volat TY)     | 78,6      | -3,21%      |

CALENDARIO

| HORA  | PAIS     | INDICADOR                     | PREV. | ULT.     |
|-------|----------|-------------------------------|-------|----------|
| 10:00 | Portugal | Balanza cuenta corriente (M)  | --    | 1406     |
| 10:00 | UME      | Balanza cuenta corriente (MM) | --    | 27,7     |
| 10:30 | Italia   | Balanza cuenta corriente (M)  | --    | 8693     |
| 11:00 | UME      | Gasto en construcción         | --    | 0,5% m/m |
|       |          |                               | --    | 3,2% a/a |
| 16:00 | EEUU     | Indicador adelantado          | --    | -0,50%   |

EMISIONES

|        | PAÍS | PLAZO  | EMISIÓN (Mn) | DIVISA |
|--------|------|--------|--------------|--------|
| EUROPA |      |        |              |        |
|        |      | jul-28 | 2,5          |        |
|        | UE   | feb-33 | 2,0          | €      |
|        |      | oct-45 | 1,5          |        |

COMPARECENCIAS

| HORA          | INTERVENCIÓN               |
|---------------|----------------------------|
| 10:00 y 16:00 | BCE: Habla Schnabel        |
| 21:00         | BCE: Hablan Nagel y Vujcic |

QUÉ HA PASADO

EUROPA

- Lagarde (BCE neutral) afirmó que la política fiscal "jugará un papel de apoyo en los próximos años", destacando irónicamente a Alemania como un "agente de cambio" por su giro hacia un gasto público más expansivo. En una entrevista aparte advirtió que el mundo "aún no ha sentido el dolor" de los aranceles.
- Nagel (BCE hawkish) señaló que la evolución de la inflación "es positiva" y que el BCE está prácticamente en su objetivo para los próximos años. Wunsch (BCE hawkish) pidió no reaccionar a pequeñas desviaciones del 2%. Kocher (BCE hawkish) mantuvo un tono equilibrado, diciendo que el próximo movimiento podría ser tanto una subida como un recorte. Por su parte, Cipollone (BCE dovish) defendió que el euro digital reducirá la dependencia europea de sistemas de pago externos, y Rehn (BCE dovish) abogó por financiar de forma conjunta el gasto en defensa europeo, reforzando la idea de soberanía fiscal común.
- En Reino Unido, Bailey (BoE) reconoció que el Brexit sigue lastrando el crecimiento británico "a largo plazo", mientras Greene (BoE hawkish) señaló que recortar tipos una vez por trimestre ya no tiene sentido, aunque advirtió que el ciclo de bajadas "aún no ha terminado".
- S&P rebajó por sorpresa el rating soberano de Francia desde AA-/negativo a A+/estable, citando la lentitud en la consolidación fiscal. Es la tercera rebaja en menos de un año, reflejo de la pérdida de credibilidad presupuestaria. El ministro de Finanzas, Roland Lescure, reconoció que "no podemos ignorarla" y la calificó como una "llamada a la lucidez y la responsabilidad".
- Fuentes europeas citadas por The Guardian indicaron creciente confianza en que los líderes de la UE alcancen un acuerdo antes de fin de año sobre el uso de los activos rusos congelados para financiar la ayuda a Ucrania. Lagarde reiteró que una "respuesta común" europea es esencial para mantener la cohesión financiera.

EEUU

- Musalem (Fed hawkish) indicó que podría apoyar otro recorte de tipos si surgen nuevos riesgos en el mercado laboral y siempre que la inflación no se reactive, apuntando a un enfoque prudente y dependiente de los datos.
- Trump aseguró que "todo irá bien con China" antes de la reanudación de las conversaciones comerciales, adoptando un tono más conciliador tras semanas de amenazas arancelarias.

UCRANIA/RUSIA

- Trump pidió públicamente a Rusia y Ucrania "hacer un acuerdo" y detener la guerra "en las líneas actuales de frente". Según Financial Times, también instó a Zelenskiy a aceptar las condiciones de Putin, lo que generó críticas por su aparente alineación con Moscú.

ASIA PACÍFICO

- El Banco Popular de China mantuvo sin cambios sus tipos preferentes de préstamo (LPR). En cuanto a publicaciones macro, el PIB del tercer trimestre superó ligeramente las expectativas, con un crecimiento del 4,8% interanual (4,7% estimado). Además, la producción industrial de septiembre superó las estimaciones de forma holgada con un crecimiento del 6,5% a/a vs 5,0% estimado.

## CALENDARIO SEMANAL

| HORA                     | PAÍS     | INDICADOR                                  | MES        |          | PREV.       | ÚLTIMO      |
|--------------------------|----------|--------------------------------------------|------------|----------|-------------|-------------|
| <b>Durante la semana</b> |          |                                            |            |          |             |             |
| lu-ju                    | Alemania | Precios de importación                     | Sep        |          | --          | -0,50% m/m  |
|                          |          |                                            |            |          | --          | -1,50% a/a  |
| <b>Lunes 20</b>          |          |                                            |            |          |             |             |
| 4:00                     | China    | PIB                                        | 3T25       |          | 0,8% t/t    | 1,0% t/t    |
|                          |          |                                            |            |          | 4,7% a/a    | 5,2% a/a    |
| 4:00                     | China    | Retail Sales YoY                           | Sep        |          | 3,0% a/a    | 3,4% a/a    |
| 4:00                     | China    | Producción industrial                      | Sep        |          | 5% a/a      | 5,2% a/a    |
| 8:00                     | Alemania | Precios de producción                      | Sep        |          | 0,10% m/m   | -0,5% m/m   |
|                          |          |                                            |            |          | -1,5% a/a   | -2,2% a/a   |
| 10:00                    | Portugal | Balanza cuenta corriente (M)               | Ago        |          | --          | 1406        |
| 10:00                    | UME      | Balanza cuenta corriente (MM)              | Ago        |          | --          | 27,7        |
| 10:30                    | Italia   | Balanza cuenta corriente (M)               | Ago        |          | --          | 8693        |
| 11:00                    | UME      | Gasto en construcción                      | Ago        |          | --          | 0,5% m/m    |
|                          |          |                                            |            |          | --          | 3,2% a/a    |
| 16:00                    | EEUU     | Indicador adelantado                       | Sep        |          | --          | -0,50%      |
| <b>Martes 21</b>         |          |                                            |            |          |             |             |
| s/h                      | Francia  | Ventas al por menor                        | Sep        |          | --          | -0,9% a/a   |
| 11:00                    | UME      | Deuda de gobierno sobre PIB (F)            | 2024       |          | --          | 87,40%      |
| 14:30                    | EEUU     | Fed de Filadelfia no manufacturero         | Oct        |          | --          | -12,3       |
| <b>Miércoles 22</b>      |          |                                            |            |          |             |             |
| 1:50                     | Japón    | Balanza comercial ajustada (MM¥)           | Sep        |          | -100        | -150,1      |
| 8:00                     | UK       | IPC                                        | Sep        |          | 0,2% m/m    | 0,3% m/m    |
|                          |          |                                            |            |          | 4,0% a/a    | 3,8% a/a    |
| 8:00                     | UK       | IPC subyacente                             | Sep        |          | 3,7% a/a    | 3,6% a/a    |
| 8:00                     | UK       | IPC armonizado                             | Sep        |          | 4,2% a/a    | 4,1% a/a    |
| 13:00                    | EEUU     | Peticiones de hipotecas MBA                | Oct        |          | --          | -1,80%      |
| 16:30                    | EEUU     | Inventarios semanales de crudo (Mb)        | Oct        |          | --          | 3524        |
| <b>Jueves 23</b>         |          |                                            |            |          |             |             |
| 9:00                     | España   | Ventas de viviendas                        | Ago        |          | --          | 13,7% a/a   |
| 9:00                     | España   | Concesión de hipotecas                     | Ago        |          | --          | 31,5% a/a   |
| 10:00                    | España   | Balanza comercial (M)                      | Ago        |          | --          | -4009       |
| 14:30                    | EEUU     | CFNAI (retrasado)                          | Sep        |          | --          | --          |
| 14:30                    | EEUU     | <b>Demandas semanales de desempleo (m)</b> | <b>Oct</b> |          | <b>226</b>  | <b>219</b>  |
| 14:30                    | EEUU     | <b>Reclamos continuos (m)</b>              | <b>Oct</b> |          | <b>--</b>   | <b>--</b>   |
| 16:00                    | UME      | Confianza consumidor (P)                   | Oct        |          | -15         | -14,9       |
| 16:00                    | EEUU     | Ventas de viviendas de segunda mano (m)    | Sep        |          | 4,06        | 4           |
| <b>Viernes 24</b>        |          |                                            |            |          |             |             |
| s/h                      | EEUU     | <b>Permisos de construcción (m) (F)</b>    | <b>Sep</b> |          | <b>--</b>   | <b>--</b>   |
| 1:30                     | Japón    | IPC                                        | Sep        |          | 2,9% a/a    | 2,7% a/a    |
| 1:30                     | Japón    | IPC subyacente                             | Sep        |          | 2,9% a/a    | 2,7% a/a    |
| 2:30                     | Japón    | PMI composite (P)                          | Oct        |          | --          | 51,3        |
| 2:30                     | Japón    | PMI manufacturero (P)                      | Oct        |          | --          | 48,5        |
| 2:30                     | Japón    | PMI servicios (P)                          | Oct        |          | --          | 53,3        |
| 8:00                     | UK       | Ventas al por menor                        | Sep        |          | -0,3% m/m   | 0,5% m/m    |
|                          |          |                                            |            |          | 0,4% a/a    | 0,7% a/a    |
| 8:00                     | UK       | Ventas al por menor ex autos               | Sep        |          | -0,6% m/m   | 0,8% m/m    |
|                          |          |                                            |            |          | 0,6% a/a    | 1,2% a/a    |
| 8:45                     | Francia  | Confianza consumidor                       | Oct        |          | 86          | 87          |
| 9:00                     | España   | Precios de producción                      | Sep        |          | --          | -0,4% m/m   |
|                          |          |                                            |            |          | --          | -1,5% a/a   |
| 9:00                     | España   | Tasa de paro                               | 3T25       |          | --          | 10,29%      |
| 9:15                     | Francia  | PMI manufacturero (P)                      | Oct        |          | 48,2        | 48,2        |
| 9:15                     | Francia  | PMI servicios (P)                          | Oct        |          | 48,9        | 48,5        |
| 9:15                     | Francia  | PMI composite (P)                          | Oct        |          | 48,4        | 48,1        |
| 9:30                     | Alemania | PMI manufacturero (P)                      | Oct        |          | 49,5        | 49,5        |
| 9:30                     | Alemania | PMI servicios (P)                          | Oct        |          | 51          | 51,5        |
| 9:30                     | Alemania | PMI composite (P)                          | Oct        |          | 51,5        | 52          |
| 10:00                    | UME      | <b>PMI manufacturero (P)</b>               | <b>Oct</b> |          | <b>49,9</b> | <b>49,8</b> |
| 10:00                    | UME      | <b>PMI servicios (P)</b>                   | <b>Oct</b> |          | <b>51,2</b> | <b>51,3</b> |
| 10:00                    | UME      | <b>PMI composite (P)</b>                   | <b>Oct</b> | 51,5     | <b>51</b>   | <b>51,2</b> |
| 10:30                    | UK       | PMI servicios (P)                          | Oct        |          | 51,1        | 50,8        |
| 10:30                    | UK       | PMI manufacturero (P)                      | Oct        |          | 46,7        | 46,2        |
| 10:30                    | UK       | PMI composite (P)                          | Oct        |          | 50,5        | 50,1        |
| 14:30                    | EEUU     | IPC                                        | Sep        |          | 0,4% m/m    | 0,4% m/m    |
|                          |          |                                            |            | 3,1% a/a | 3,1% a/a    | 2,9% a/a    |
| 14:30                    | EEUU     | IPC subyacente                             | Sep        |          | 0,3% m/m    | 0,3% m/m    |
|                          |          |                                            |            | 3,1% a/a | 3,1% a/a    | 3,1% a/a    |
| 15:45                    | EEUU     | PMI manufacturero (P)                      | Oct        |          | 51,8        | 52          |
| 15:45                    | EEUU     | PMI servicios (P)                          | Oct        |          | 53,5        | 54,2        |
| 15:45                    | EEUU     | PMI composite (P)                          | Oct        |          | 53,5        | 53,9        |
| 16:00                    | EEUU     | <b>Ventas de viviendas nuevas (m)</b>      | <b>Sep</b> |          | <b>707</b>  | <b>800</b>  |
| 16:00                    | EEUU     | Confianza consumidor Univ. Michigan (F)    | Oct        |          | 55          | 55          |

En negrita los datos más importantes de la semana.

P: Preliminar; F: Final; m: Miles; M: Millones; MM: Miles de Millones; B: Billones (sentido europeo); T: Trillones; Mb: Miles de barriles t/t a: trimestral anualizado; s/h: sin hora determinada.

## 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](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.