

RESUMEN DE MERCADO

martes, 14 de octubre 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

Francia ha vuelto a ser uno de los principales focos de atención de los mercados en los últimos días como consecuencia del incremento del riesgo político que se ha producido, tras la dimisión del primer ministro Lecornu tan sólo un mes después de su nombramiento y su posterior revalidación por parte de Macron. Todo ello refleja las grandes dificultades para construir una mayoría parlamentaria estable, que permita abordar el principal desafío al que se enfrenta la economía francesa: la consolidación de sus finanzas públicas.

De esta forma, la curva soberana francesa se ha mantenido bajo presión, si bien es cierto que de forma ordenada ya que el mercado ya venía anticipando problemas para sacar adelante el presupuesto. En este sentido, no se trata de un nuevo shock, sino la prolongación del bloqueo institucional que sigue planteando importantes dudas en cuanto a la senda fiscal.

¿Qué ha pasado recientemente?

La situación política en Francia vuelve a ocupar el centro de atención después de que el presidente Macron decidiera restituir a Sébastien Lecornu como primer ministro, apenas unos días después de su dimisión.

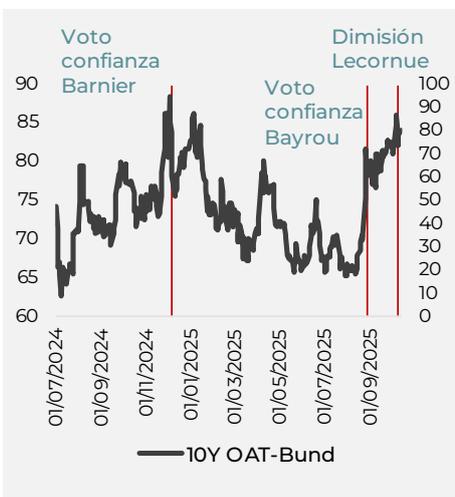
La jugada parece buscar mantener la continuidad y ganar tiempo en un contexto en el que es urgente presentar el proyecto de presupuesto de 2026 al parlamento con el fin de asegurar que tenga tiempo suficiente para su debate y aprobación antes de que comience el año. Sin embargo, el nuevo gabinete se ha conformado sin la participación de los Republicanos, que se negaron a formar parte del nuevo gobierno al considerar inaceptables las concesiones que se estaban planteando a los socialistas, lo que debilita la base de apoyo de Lecornu y hace más incierta la supervivencia del gobierno en una votación de confianza que se espera inminente.

De hecho, en el corto plazo, el gran reto será precisamente superar el voto de no confianza anunciado por el Rassemblement National de Marine Le Pen y por la izquierda radical y que podría celebrarse esta misma semana. En este sentido, el bloque presidencial confía en que socialistas y republicanos se abstengan, lo que daría oxígeno al ejecutivo.

Sin embargo, las exigencias de los socialistas (impuestos a las grandes fortunas, suspensión de la reforma de pensiones y expansión del gasto en servicios públicos) van en contra de los esfuerzos de consolidación fiscal planteados por Lecornu, lo que dificulta que la totalidad de Republicanos se abstenga.

GRÁFICO 1: Evolución reciente del diferencial OAT-Bund a 10 años

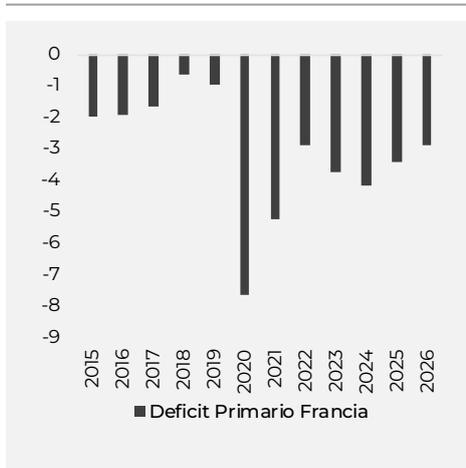
Fuente: Bloomberg e Inverseguros



RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 2: Francia acumula más de 10 años de déficit primario

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Una situación fiscal compleja

Francia es un país que no tiene un historial de disciplina fiscal especialmente positivo en la medida en que no ha logrado un superávit primario en los últimos 10 años (gráfico 2), por lo que en un contexto como el actual en el que el tipo de interés medio de la deuda es mayor que el crecimiento nominal de la economía, el desajuste es de esperar que siga aumentando si no se toman las medidas pertinentes.

Francia se espera que cierre 2025 con un déficit del 5.5% y un endeudamiento entorno al 117%, necesitando un ajuste de gasto de unos 44.000 millones de euros para conseguir reducir el déficit al 4.6% en 2026 tal y como planteaba Bayrou en su momento. Dicho ajuste, se planteaba además en un contexto en el que se mantenía vigente la reforma de las pensiones de 2023 que retrasaba la edad de jubilación desde los 62 a los 65 años.

En el mejor de los casos, incluso si se aprueba un presupuesto para 2026, las “concesiones” que exigirán previamente las diferentes fuerzas políticas para que cuadre la aritmética parlamentaria dejarían el déficit, a lo sumo, cerca del 5% (objetivo oficial: 4,7%). Además, si la reforma de las pensiones finalmente se revierte, la confianza en un plan de consolidación que sitúe el déficit por debajo del 3% en 2029 se reduciría de forma importante.

En el caso contrario, si no se aprueba el presupuesto 2026 y se prorrogan gastos, el déficit podría subir hacia el 6%.

GRÁFICO 3: Evolución estimada de la deuda sobre PIB de Francia con y sin reformas

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



En ambas situaciones, la deuda sobre PIB seguirá aumentando; la pregunta es a qué velocidad. De hecho, mantener las condiciones presupuestarias actuales implicaría un incremento del endeudamiento hasta niveles insostenibles, debido al aumento constante de los intereses, que harían que el apalancamiento pudiese situarse cerca del 160% del PIB en la próxima década (gráfico 3).

Un elemento especialmente sensible para los mercados y las agencias de calificación es la reforma de las pensiones aprobada en 2023. Tanto Fitch como S&P han señalado explícitamente que una eventual reversión de esta medida supondría un serio revés para la credibilidad del plan de consolidación fiscal, ya que aumentaría de forma estructural el gasto en pensiones y reduciría la confianza en la capacidad de Francia para estabilizar su deuda. En este contexto, cualquier concesión en materia de pensiones para garantizar apoyos parlamentarios sería percibida como un deterioro adicional de la sostenibilidad fiscal y podría reactivar la presión bajista sobre el rating soberano y las agencias públicas francesas.

RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 4: Flujos netos en bonos soberanos de las principales economías de la Zona Euro en el 2T.25

Fuente: BCE e Inverseguros

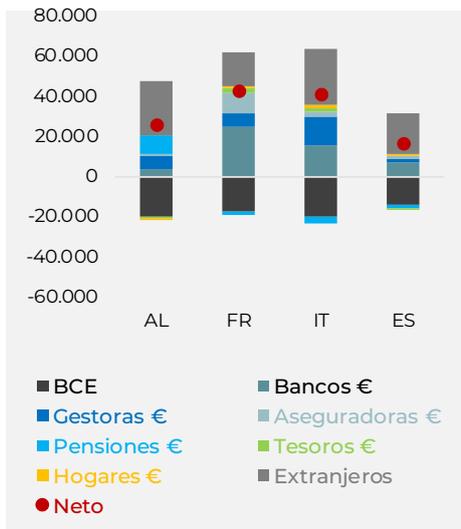
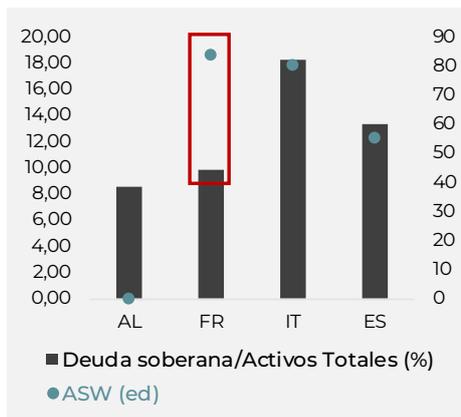


GRÁFICO 5: Los bancos franceses todavía tienen margen para comparar OATs

Fuente: EBA e Inverseguros



Impacto en curva

La ampliación reciente del diferencial OAT-Bund refleja la incertidumbre política en Francia y la posible rebaja adicional de rating. En este sentido, la referencia podría incrementarse por encima del nivel psicológico de los 90 puntos, aunque consideramos que existen factores de demanda estructural que deberían contener un ensanchamiento desordenado por encima de los 100 pb.

En primer lugar, los bancos de la Zona Euro están actuando como principal estabilizador de la deuda soberana en el actual contexto de QT. De hecho, durante el primer semestre de 2025, absorbieron en torno al 40% de las nuevas emisiones netas de deuda soberana, sustituyendo las reservas bancarias liberadas como consecuencia de la mencionada QT, por activos líquidos de alta calidad (HQLA) como son los bonos soberanos, entre los que se encuentran los OATs (gráfico 4). Y es que, la necesidad de los bancos de mantener colchones de liquidez que cumplan con las exigencias de la ratio LCR, seguirá alimentando esta dinámica.

En este sentido, la exposición de la banca francesa a deuda pública nacional se mantiene en niveles manejables, todavía por debajo de los observados en otras economías como Italia o España, lo que implica que hay margen para incrementar carteras de OATs sin tensionar de forma excesiva los balances bancarios (ver gráfico 5).

En segundo lugar, la demanda extranjera no procedente de la Zona Euro representa un contrapeso clave. Si bien los inversores japoneses han reducido de forma significativa sus posiciones en OATs desde 2024, otros compradores (Asia ex-Japón y Estados Unidos) han compensado con flujos netos positivos desde mediados del año pasado. Estos inversores tienden a actuar de manera oportunista, es decir, cuando el diferencial OAT-Bund alcanza niveles elevados, el atractivo relativo respecto a Alemania y otros emisores "core" aumenta, estabilizando flujos, siempre que la percepción de riesgo sistémico no se dispare.

Todo ello plantea que, pese al deterioro del marco político y fiscal francés, la prima de riesgo frente al Bund cuenta con cierto soporte, fruto de las compras estructurales de la banca doméstica que debería contener un movimiento desordenado por encima de los 100 pb en el 10 años. En nuestra opinión, este nivel actúa como una resistencia natural del spread, salvo que el bloqueo político derive en un escenario de inestabilidad institucional más extrema o que se materialicen rebajas adicionales y simultáneas de rating.

RESUMEN DE MERCADO

Conclusiones:

1. La crisis política francesa prolonga la incertidumbre y complica la senda de consolidación fiscal, especialmente si se revisa la reforma de las pensiones.
2. En el mejor escenario, el déficit difícilmente se reducirá por debajo del 5% en 2026; en el peor, podría acercarse al 6%.
3. La deuda seguirá aumentando, con riesgo de superar niveles de sostenibilidad a medio plazo (>150% del PIB en la próxima década).
4. La prima de riesgo francesa podría seguir ampliándose, pero la demanda estructural de bancos domésticos y la entrada de inversores extranjeros debería contener un ensanchamiento desordenado por encima de 100 pb.

MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

| | PAÍS | EVENTO |
|-------------------------|-------------|--|
| 2025 | | |
| 12/13 octubre | Italia | Varias elecciones regionales |
| Antes del 15 de octubre | UME | Presupuestos de la UE: plazo para presentar los borradores de los presupuestos de 2026 a la Comisión Europea |
| 17/19 de octubre | UME | Reuniones Anuales del FMI/Banco Mundial |
| 03/24 de octubre | UME | Cumbre de Jefes de Estado y de Gobierno de la UE |
| 23 de octubre | Alemania | Estimación fiscal (2025-2030) |
| 29 de octubre | UME | Países Bajos: Elecciones generales |
| 29 de octubre | EEUU | Anuncio de tipos de la Fed |
| 30 de octubre | UME | Anuncio de tipos del BCE |
| 6 de noviembre | Reino Unido | Anuncio tipos BoE e Informe de Política Monetaria |
| 12/13 de noviembre | UME | Reunión del Eurogrupo/Ecofin |
| 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 |
| 10/12 de diciembre | UME | Reunión del Eurogrupo/Ecofin |
| 18 de diciembre | Reino Unido | Anuncio de tipos del BoE |
| 18 de diciembre | UME | Anuncio de tipos del BCE y proyecciones macro |
| 18/19 de diciembre | UME | Cumbre de la UE - Jefes de Estado o de Gobierno |
| 2026 | | |
| 1 de enero | UME | Consejo de la UE: Chipre asume la presidencia durante H1 2026 |
| 1 de enero | UME | Bulgaria se une a la Zona Euro |
| 28 de enero | EEUU | Anuncio de tipos de la Fed |
| 5 de febrero | Reino Unido | Anuncio de tipos del BoE y publicación del Informe de Política Monetaria |
| 5 de febrero | UME | Anuncio de tipos del BCE |
| Mediados de febrero | UME | Comparecencia de Lagarde en el Parlamento Europeo |
| Finales de febrero | EEUU | Expira el segundo mandato de Powell |
| Marzo | EEUU | Fed: Audiencias semestrales ante el Congreso |
| 19 de marzo | Reino Unido | Anuncio de tipos del BoE |
| Marzo | China | Congreso Nacional del Pueblo (votación del plan quinquenal 2026-2030) |
| 18 de marzo | EEUU | Anuncio de tipos del FOMC y proyecciones macro |
| 19 de marzo | UME | Anuncio de tipos del BCE y proyecciones macro |
| 22 de marzo | Alemania | Elecciones regionales en Renania-Palatinado |
| Abril | UME | Reuniones de primavera del FMI/Banco Mundial |

MERCADOS GLOBALES

MERCADOS

RENTABILIDADES

| | | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado | |
|-------------|----------|---------|--------|--------|----------------|-------|
| Core | Alemania | 2 años | 1,945 | 2,007 | 2,018 | 2,082 |
| | | 5 años | 2,221 | 2,305 | 2,307 | 2,154 |
| | | 10 años | 2,633 | 2,719 | 2,715 | 2,367 |
| | Francia | 2 años | 2,192 | 2,258 | 2,246 | 2,27 |
| | | 5 años | 2,763 | 2,844 | 2,82 | 2,722 |
| | | 10 años | 3,475 | 3,567 | 3,507 | 3,195 |
| EEUU | 2 años | 3,5015 | 3,5883 | 3,5556 | 4,2416 | |
| | 5 años | 3,6247 | 3,7341 | 3,6334 | 4,382 | |
| | 10 años | 4,032 | 4,152 | 4,0643 | 4,569 | |
| Periféricos | España | 2 años | 2,046 | 2,083 | 2,115 | 2,253 |
| | | 5 años | 2,535 | 2,596 | 2,526 | 2,58 |
| | | 10 años | 3,19 | 3,255 | 3,289 | 3,061 |
| | Irlanda | 5 años | 2,329 | 2,43 | 2,413 | 2,257 |
| | | 10 años | 2,877 | 2,983 | 2,945 | 2,643 |
| | Italia | 2 años | 2,168 | 2,23 | 2,255 | 2,422 |
| 5 años | | 2,667 | 2,75 | 2,76 | 2,865 | |
| 10 años | | 3,445 | 3,54 | 3,523 | 3,522 | |
| Portugal | 2 años | 1,965 | 2,009 | 2,028 | 2,247 | |
| | 5 años | 2,366 | 2,427 | 2,447 | 2,243 | |
| | 10 años | 3,042 | 3,114 | 3,128 | 2,848 | |

DIFERENCIALES

| | | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado | |
|-------------------------|-------------------|---------|---------|--------|----------------|---------|
| Core | Francia-Alemania | 2 años | 24,7 | 25,1 | 22,8 | 18,8 |
| | 5 años | 54,2 | 53,9 | 51,3 | 56,8 | |
| | 10 años | 84,2 | 84,8 | 79,2 | 82,8 | |
| España-Alemania | 2 años | 10,1 | 7,6 | 9,7 | 17,1 | |
| | 5 años | 31,4 | 29,1 | 21,9 | 42,6 | |
| | 10 años | 55,7 | 53,6 | 57,4 | 69,4 | |
| Irlanda-Alemania | 5 años | 10,8 | 12,5 | 10,6 | 10,3 | |
| | 10 años | 24,4 | 26,4 | 23 | 27,6 | |
| | Italia-Alemania | 2 años | 22,3 | 22,3 | 23,7 | 34 |
| Periféricos vs Alemania | 5 años | 44,6 | 44,5 | 45,3 | 71,1 | |
| | 10 años | 81,2 | 82,1 | 80,8 | 115,5 | |
| | Portugal-Alemania | 2 años | 2 | 0,2 | 1 | 16,5 |
| Otros | 5 años | 14,5 | 12,2 | 14 | 8,9 | |
| | 10 años | 40,9 | 39,5 | 41,3 | 48,1 | |
| | Alemania-EEUU | 2 años | -155,65 | -158,1 | -154 | -215,96 |
| España-Italia | 5 años | -140,37 | -142,9 | -133 | -222,8 | |
| | 10 años | -139,92 | -143,3 | -135 | -220,2 | |
| | 2 años | -122 | -14,7 | -14 | -16,9 | |
| 5 años | -132 | -15,4 | -23,4 | -28,5 | | |
| 10 años | -25,5 | -28,5 | -23,4 | -46,1 | | |

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

| | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado | |
|-------------|----------------------|---------|---------|----------------|--------|
| Futuros | Bund | 129,38 | 128,56 | 128,56 | 131,33 |
| | T Bond | 113,06 | 112,39 | 113,28 | 108,75 |
| | Bono italiano | 120,63 | 119,79 | 119,92 | 118,37 |
| | Bono español | 123,59 | 123,58 | 119,7 | 123,09 |
| Divisas | Dólar / Euro | 1,1595 | 1,1712 | 1,1758 | 1,0349 |
| | Libra / Dólar | 1,3337 | 1,3475 | 1,3699 | 1,2519 |
| | Libra / Euro | 1,1503 | 1,1506 | 1,1565 | 1,2097 |
| | Yen / Dólar | 152,19 | 150,16 | 147,34 | 157,37 |
| | Yen / Euro | 176,46 | 175,87 | 173,25 | 162,89 |
| Commodities | Franco Suizo / Dólar | 0,8003 | 0,7951 | 0,7947 | 0,9078 |
| | Franco Suizo / Euro | 1,0741 | 1,074 | 1,0702 | 1,0644 |
| | Brent | 64,49 | 66,33 | 67,03 | 74,11 |
| | West Texas | 59,70 | 61,63 | 64,66 | 72,50 |
| | Oro | 4,0771 | 3,9541 | 3,6431 | 2,6244 |
| | Plata | 51,40 | 48,58 | 42,19 | 28,84 |
| Platino | 1,678,3 | 1,659,3 | 1,428,6 | 944,3 | |

SWAP SPREAD

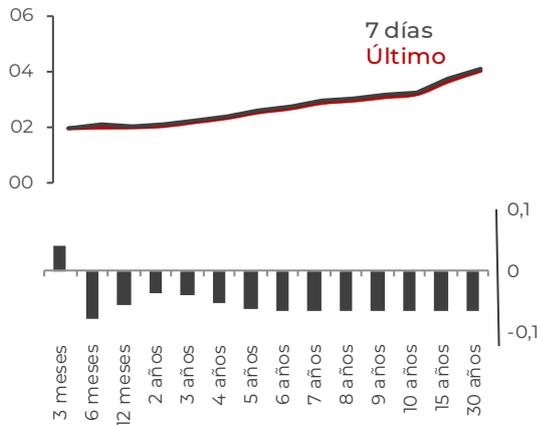
| | | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado | |
|----------------|---------------|---------|---------|---------|----------------|-------|
| Swap Spread | Alemania-Swap | 2 años | -15,175 | -14,082 | -12,71 | -11,1 |
| | 5 años | -9,72 | -8,5 | -5,22 | -9,2 | |
| | 10 años | 0,1 | 1,29 | 6,34 | 0,5 | |
| EEUU-Swap | 2 años | 28,881 | 29,48 | 32,841 | 17,135 | |
| | 5 años | 40,62 | 43,275 | 47,747 | 37,075 | |
| | 10 años | 53,82 | 58,344 | 60,883 | 53,79 | |
| Curva Swap EUR | 2 años | 2,09675 | 2,14782 | 2,1451 | 2,193 | |
| | 5 años | 2,3182 | 2,39 | 2,3592 | 2,246 | |
| | 10 años | 2,632 | 2,7061 | 2,6516 | 2,362 | |
| Curva Swap USD | 2 años | 3,21269 | 3,2935 | 3,22719 | 4,07025 | |
| | 5 años | 3,2185 | 3,30135 | 3,15593 | 4,01125 | |
| | 10 años | 3,494 | 3,56856 | 3,45547 | 4,0311 | |

PENDIENTES

| | | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado | |
|-------------|----------|--------|--------|-------|----------------|------|
| Core | Alemania | 2-5 | 27,6 | 29,8 | 28,9 | 7,2 |
| | 5-10 | 41,2 | 41,4 | 40,8 | 21,3 | |
| | 2-10 | 68,8 | 71,2 | 69,7 | 28,5 | |
| EEUU | 2-5 | 12,32 | 14,58 | 7,78 | 14,04 | |
| | 5-10 | 40,75 | 41,79 | 43,09 | 18,7 | |
| | 2-10 | 53,07 | 56,37 | 50,87 | 32,74 | |
| España | 2-5 | 48,9 | 51,3 | 41,1 | 32,7 | |
| | 5-10 | 65,5 | 65,9 | 76,3 | 48,1 | |
| | 2-10 | 114,4 | 117,2 | 117,4 | 80,8 | |
| Periféricos | Italia | 2-5 | 49,9 | 52 | 50,5 | 44,3 |
| | 5-10 | 77,8 | 79 | 76,3 | 65,7 | |
| | 2-10 | 127,7 | 131 | 126,8 | 110 | |

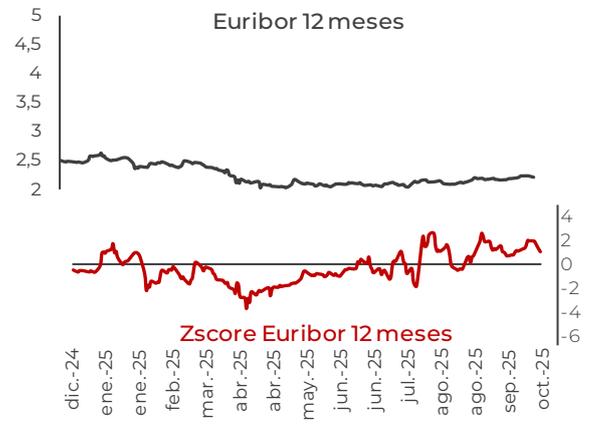
Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



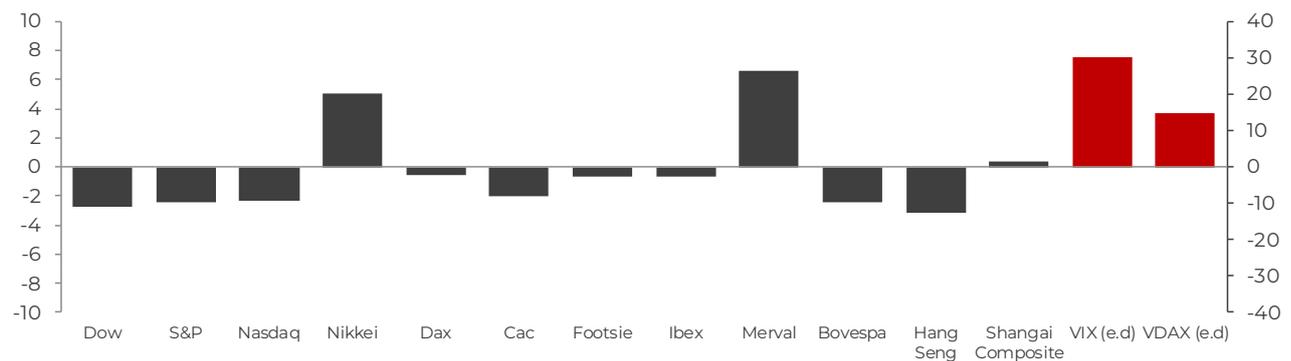
Evolución EURIBOR 12 meses.

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 |
|--------------------------------------|---------|---|---------|---------|
| CONDICIONES LIQUIDEZ EUROZONA | | | | |
| MRO (kMn €) | 8,5 | ↓ | 8,84 | 7,29 |
| LTRO (kMn €) | 5,12 | ↑ | 2,227 | 2,23 |
| Liquidez Total (kMn€) | 2.752,9 | ↓ | 2.768,4 | 2.834,1 |
| Exceso Liquidez (kMn€) | 2.584,9 | ↓ | 2.600,4 | 2.666,2 |
| Balance BCE (kMn€) | 6.209,2 | ↑ | 6.070,8 | 5.951,0 |
| TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA | | | | |
| €STR 3m (%) | 1,921 | ↓ | 1,926 | 1,926 |
| €STR 12m (%) | 2,550 | ↓ | 2,628 | 2,568 |
| Euribor 3m (%) | 2,009 | ↓ | 2,020 | 2,029 |
| Euribor 12m (%) | 2,202 | ↓ | 2,224 | 2,160 |

MRO: Operaciones refinanciación 1 semana. Liquidez Total: Suma de Depósitos y Cuentas Corrientes en BCE; Exceso Liquidez: Liquidez Total menos Reservas Obligatorias

Bancos Centrales. (%)

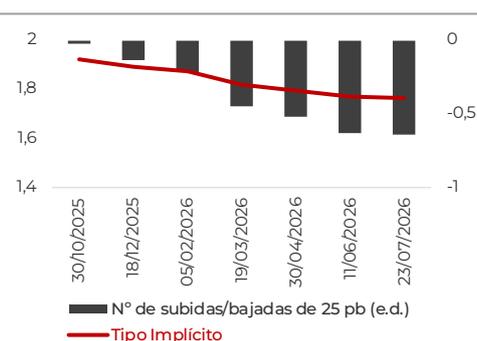
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

| | Último | | -5D | -30D |
|------------------------|--------|---|-------|-------|
| BCE | | | | |
| BCE Tipo General | 2,15 | → | 2,15 | 2,15 |
| BCE Tipo Depósito | 2,0 | → | 2,0 | 2,0 |
| BCE Tipo Marginal | 2,40 | → | 2,40 | 2,40 |
| Eonia 1Y1Y | 1,94 | ↓ | -0,09 | -0,08 |
| Reserva Federal | | | | |
| Fed Fund | 4,25 | → | 4,25 | 4,5 |
| Fed Discount | 4,25 | → | 4,25 | 4,5 |
| OIS 1Y1Y | 2,93 | ↓ | -0,13 | 0,02 |

Perspectiva de tipos del BCE por parte del mercado.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

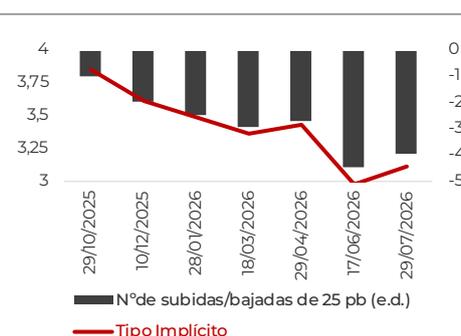
| Fecha reunión | Nº subidas/bajadas de 25 pb | Subidas/bajadas en % | Variación del Tipo implícito | Tipo Implícito |
|---------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
| 30/10/2025 | -0,024 | -2,4 | -0,006 | 1,922 |
| 18/12/2025 | -0,135 | -11 | -0,034 | 1,894 |
| 05/02/2026 | -0,218 | -8,3 | -0,054 | 1,873 |
| 19/03/2026 | -0,448 | -23,1 | -0,112 | 1,816 |
| 30/04/2026 | -0,522 | -7,4 | -0,131 | 1,797 |
| 11/06/2026 | -0,632 | -10,9 | -0,158 | 1,77 |
| 23/07/2026 | -0,644 | -1,2 | -0,161 | 1,767 |



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 |
|---------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
| 29/10/2025 | -0,995 | -99,5 | -0,249 | 3,851 |
| 10/12/2025 | -1,951 | -95,6 | -0,488 | 3,612 |
| 28/01/2026 | -2,469 | -51,8 | -0,617 | 3,482 |
| 18/03/2026 | -2,957 | -48,9 | -0,739 | 3,36 |
| 29/04/2026 | -2,693 | 26,5 | -0,673 | 3,426 |
| 17/06/2026 | -4,492 | -179,9 | -1,123 | 2,976 |
| 29/07/2026 | -3,982 | 51 | -0,996 | 3,104 |



DEUDA PÚBLICA

CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

| | Agencia | ACTUAL | | ANTERIOR | |
|--------------------------------|---------|--------------|----------|--------------|----------|
| | | Calificación | Panorama | Calificación | Panorama |
| Comunidad Autónoma de Cataluña | Fitch | BBB+ | STBL | BBB | STBL |
| Eslovenia | Fitch | A+ | STBL | A | 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) |
|--------------|------|--------|--------------|
| 14/10/2025 | PB | jul-31 | 2,5 |
| 14/10/2025 | IT | ene-29 | 2,0 |
| 14/10/2025 | IT | nov-32 | 3,5 |
| 14/10/2025 | IT | dic-28 | 1,3 |
| 14/10/2025 | IT | oct-40 | 1,8 |
| 14/10/2025 | AL | dic-27 | 5,5 |
| 15/10/2025 | AL | ago-50 | 1,0 |
| 15/10/2025 | AL | ago-56 | 1,5 |
| 16/10/2025 | ES | may-28 | 2,0 |
| 16/10/2025 | ES | oct-35 | 1,9 |
| 16/10/2025 | ES | oct-48 | 2,5 |
| 16/10/2025 | FR | sep-28 | 2,9 |
| 16/10/2025 | FR | may-30 | 2,9 |
| 16/10/2025 | FR | feb-31 | 2,9 |
| 16/10/2025 | FR | nov-31 | 2,9 |
| TOTAL | | | 36,9 |

VENCIMIENTOS BONOS UME EN LA SEMANA

| País | Emisiones (MM) | Vencimientos (MM) | Emisión Neta (MM) |
|--------------|----------------|-------------------|-------------------|
| AL | 8,0 | | 8,0 |
| FR | 11,5 | | 11,5 |
| IT | 8,5 | | 8,5 |
| ES | 6,4 | | 6,4 |
| AU | | | |
| BE | | | |
| PB | 2,5 | | 2,5 |
| PO | | 11,4 | -11,4 |
| FIN | | | |
| GR | | | |
| IRL | | | |
| UE | | | |
| TOTAL | 36,9 | 11,4 | 25,5 |

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

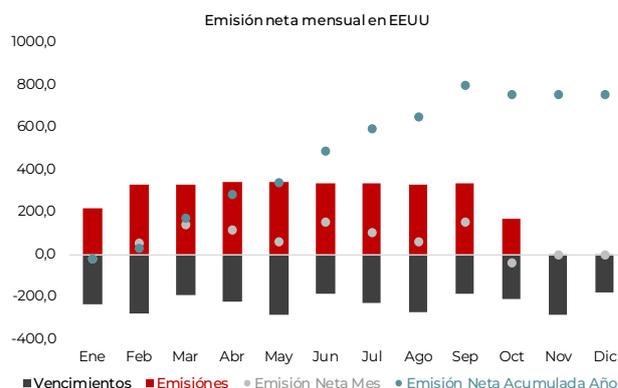
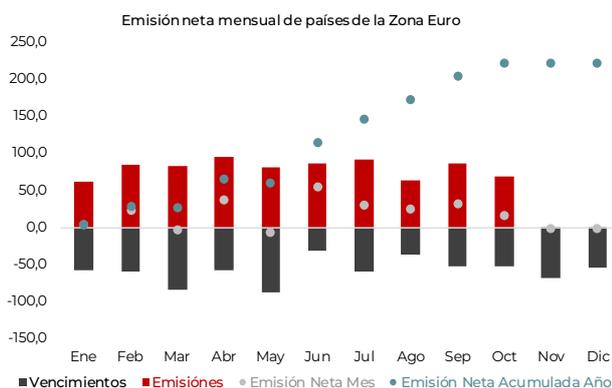
| Fecha | País | Plazo | Emisión (MM) |
|--------------|------|-------|--------------|
| | | | |
| | | | |
| | | | |
| TOTAL | | | 0 |

VENCIMIENTOS BONOS EEUU EN LA SEMANA

| País | Emisiones (MM) | Vencimientos (MM) | Emisión Neta (MM) |
|--------------|----------------|-------------------|-------------------|
| EEUU | | 39,646 | -40 |
| TOTAL | 0 | 39,65 | -40 |

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 | | | | | 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 |
| 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

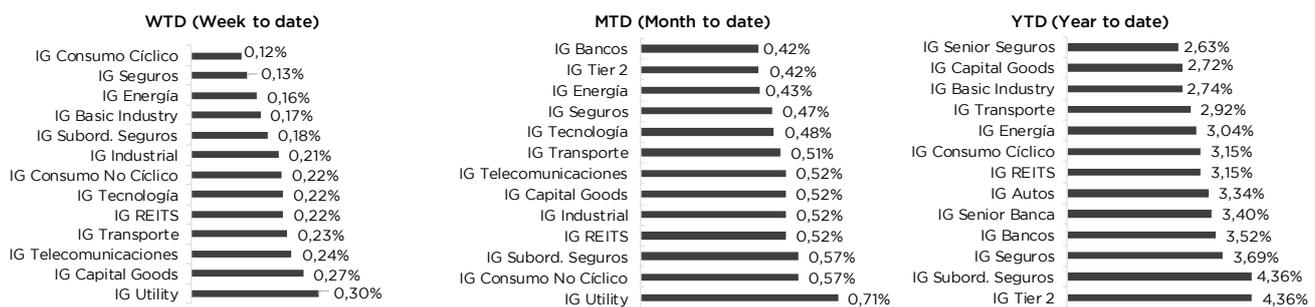
Comportamiento del crédito en EUR

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 | 80 | 4 | 2 | -21 | 3,05% | -0,75% | -2,12% | -4,19% | 0,17% | 0,48% | 3,09% |
| AAA | 49 | 2 | 0 | -9 | 3,36% | -0,89% | -2,42% | 3,42% | 0,28% | 0,86% | 0,93% |
| AA | 49 | 2 | 1 | -12 | 2,85% | -0,99% | -2,31% | -3,24% | 0,22% | 0,51% | 1,91% |
| A | 72 | 3 | 1 | -19 | 3,22% | -0,72% | -2,00% | -5,02% | 0,17% | 0,53% | 2,44% |
| BBB | 93 | 3 | 1 | -22 | 3,45% | -0,44% | -1,69% | -5,24% | 0,19% | 0,52% | 2,97% |
| HY Corporates | 301 | 37 | 40 | -8 | 5,53% | 4,61% | 4,71% | -2,97% | -0,67% | -0,59% | 4,03% |
| BB | 205 | 25 | 27 | 1 | 4,36% | 3,97% | 3,85% | -0,79% | -0,47% | -0,32% | 4,14% |
| B | 364 | 58 | 70 | 28 | 6,47% | 5,46% | 6,37% | 4,74% | -0,87% | -0,91% | 4,57% |
| CCC | 1.111 | 31 | 67 | 2 | 13,97% | 1,96% | 5,21% | -1,03% | -2,54% | -2,65% | -1,82% |
| Sectores | | | | | | | | | | | |
| IG Bancos | 80 | 5 | 1 | -26 | 2,96% | -0,40% | -2,19% | -6,97% | 0,09% | 0,42% | 3,52% |
| IG Seguros | 100 | 5 | 3 | -26 | 3,31% | -0,23% | -1,74% | -4,06% | 0,13% | 0,47% | 3,69% |
| IG REITS | 90 | 3 | 2 | -23 | 3,20% | -1,01% | -1,98% | -3,33% | 0,22% | 0,52% | 3,15% |
| IG Industrial | 76 | 3 | 1 | -16 | 3,18% | -0,83% | -2,04% | -2,96% | 0,21% | 0,52% | 2,39% |
| IG Utility | 88 | 1 | 1 | -19 | 3,76% | -0,92% | -1,88% | -3,99% | 0,30% | 0,71% | 2,41% |
| IG Basic Industry | 77 | 3 | 4 | -19 | 3,05% | -0,86% | -1,14% | -2,69% | 0,17% | 0,38% | 2,74% |
| IG Capital Goods | 63 | 1 | 1 | -20 | 2,90% | -1,54% | -2,66% | -3,52% | 0,27% | 0,52% | 2,72% |
| IG Telecomunicaciones | 81 | 3 | 2 | -15 | 3,12% | -1,03% | -2,15% | -0,69% | 0,24% | 0,52% | 2,58% |
| IG Consumo Cíclico | 89 | 4 | 2 | -21 | 3,12% | -0,53% | -2,01% | -4,66% | 0,12% | 0,42% | 3,15% |
| IG Autos | 95 | 5 | 2 | -23 | 3,13% | -0,36% | -1,76% | -6,14% | 0,08% | 0,37% | 3,34% |
| IG Consumo No Cíclico | 68 | 3 | 1 | -15 | 3,01% | -0,99% | -2,41% | -0,83% | 0,22% | 0,57% | 2,34% |
| IG Energía | 88 | 4 | 3 | -21 | 3,16% | -0,55% | -1,46% | -3,71% | 0,16% | 0,43% | 3,04% |
| IG Tecnología | 69 | 3 | 2 | -13 | 2,96% | -1,14% | -2,24% | -0,11% | 0,22% | 0,48% | 2,38% |
| IG Transporte | 77 | 2 | 1 | -18 | 3,04% | -1,20% | -2,48% | -2,60% | 0,23% | 0,51% | 2,92% |
| Pendiente | | | | | | | | | | | |
| IG 1-3yr | 60 | 3 | 1 | -23 | 2,76% | -0,71% | -1,53% | -12,57% | 0,11% | 0,25% | 2,60% |
| IG 3-5yr | 80 | 3 | 1 | -22 | 3,11% | -0,76% | -1,93% | -6,74% | 0,16% | 0,43% | 3,22% |
| IG 5-7yr | 94 | 4 | 2 | -19 | 3,43% | -0,66% | -2,40% | -1,40% | 0,21% | 0,61% | 3,40% |
| IG 7-10yr | 99 | 3 | 1 | -18 | 3,72% | -0,55% | -2,21% | 0,56% | 0,24% | 0,77% | 2,84% |
| IG +10yr | 94 | 2 | 1 | -10 | 4,74% | -0,44% | -1,64% | 2,91% | 0,35% | 1,15% | -0,36% |

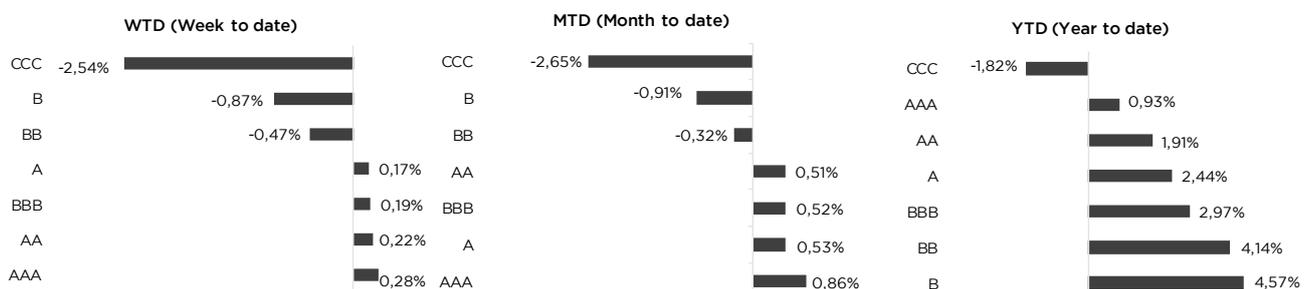
Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

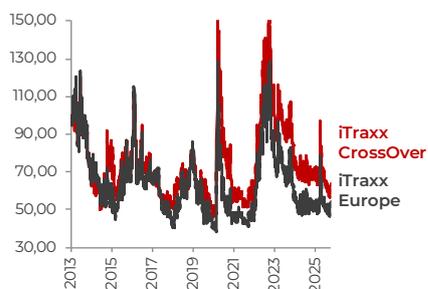


DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

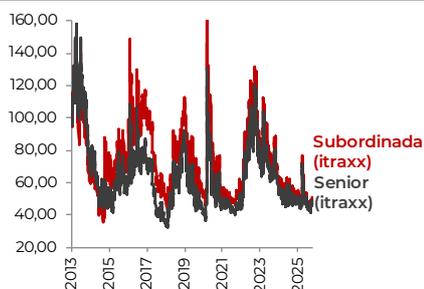
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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 |
| Abanca Corp Bancaria SA | Moody's | A3 | STBL | Baa2 | STBL |
| Abanca Corp Bancaria SA (subordinada) | Moody's | Baa2 | STBL | Ba1 | STBL |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA | Moody's | A2 | - | A3 | - |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (subordinada) | Moody's | Baa1 | - | Baa2 | REV. POS |
| Banco de Sabadell SA | Moody's | Baa1 | - | Baa2 | - |
| Banco de Sabadell SA (subordinada) | Moody's | | | | |
| Banco Santander SA | Moody's | A1 | STBL | A2 | STBL |
| Bankia | Moody's | A2 | - | A3 | - |
| Caixabank | Moody's | A2 | STBL | A3 | STBL |
| Caixabank (subordinada) | Moody's | Baa2 | STBL | Baa3 | STBL |
| CAM Global Finance | Moody's | Baa1 | - | Baa2 | - |
| Cataluña Bank | Moody's | A2 | - | A3 | - |
| Ibercaja Banco SA | Moody's | A3 | STBL | Baa1 | STBL |
| Ibercaja Banco SA (subordinada) | Moody's | Baa2 | STBL | Baa3 | STBL |
| Kutxabank SA | Moody's | A2 | - | A3 | - |
| Red Eléctrica Financiaciones SA | Moody's | A | - | A- | - |
| Santander Consumer Finance SA | Moody's | A1 | STBL | A2 | STBL |
| Unicaja Banco SA | Moody's | Baa3 | STBL | Ba2 | STBL |
| UPM-Kymmene Oyj | S&P | BBB | STBL | BBB+ | STBL |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA | Fitch | A | STBL | A+ | REV. POS |
| Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA (subordinada) | Fitch | BBB | STBL | BBB- | REV. POS |
| Adif Alta Velocidad | Fitch | A | STBL | A- | STBL |

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

Moody's afirma el rating a FedEx Corp (Baa2/STBL) y el outlook a Alandsbanken Abp en POS (Baa1). Fitch afirma el outlook de CaixaBank SA en POS (A)

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.