# LECTURAS DE MERCADO

lunes, 24 de noviembre de 2025

Empezamos la semana con una curva alemana que necesita encontrar un nuevo equilibrio, atrapada entre el renovado sesgo de recortes por parte de la Fed y un tono global de mayor apetito por riesgo. Aun así, la TIR del Bund a 10 años cerró el viernes en el 2,7%, un nivel que sigue actuando como resistencia técnica relevante y que debería seguir ofreciendo soporte a los bonos alemanes.

Por su parte, las curvas periféricas continuaron apoyadas por las recientes mejoras de rating, en especial la subida de Italia por parte de Moody's, que ha llevado la prima de riesgo frente a Alemania a rondar los 75 pb. A ello se suman los flujos de fin de mes, tradicionalmente favorables para la demanda de EGBs y para la compresión adicional de diferenciales. No obstante, la perspectiva estable asignada a Italia recuerda que nuevas mejoras tardarán en llegar, limitando un estrechamiento más profundo.

En cuanto a datos, el IFO alemán será la referencia clave del día de hoy y podría decepcionar tras los débiles PMIs del viernes, lo que daría apoyo adicional al Bund. En este sentido, el PMI composite de la Zona Euro bajó ligeramente en noviembre (de 52.5 a 52.4), aunque mantiene la tendencia al alza iniciada en octubre, lo que sigue siendo compatible con una recuperación moderada de la actividad. Sin embargo, este avance procede casi exclusivamente del sector servicios, mientras que la industria sigue estancada cerca del nivel 50 puntos, volviendo a retroceder en noviembre, especialmente en Alemania y Francia. Así, el dato plantea que la economía deja atrás la fase de contracción, pero todavía carece del impulso industrial típico de ciclos de recuperación más sólidos, por lo que el panorama sigue siendo mixto. Este comportamiento es coherente con un BCE en pausa prolongada y con la escasa probabilidad de que las intervenciones de Lagarde, Nagel o Cipollone de hoy alteren las expectativas del mercado. De hecho, actualmente el mercado sigue descontando prácticamente cero movimientos en diciembre y apenas 5 puntos básicos de recortes hasta abril.

En EE.UU, se publicará un paquete de datos retrasados (ventas al por menor, PPI y bienes duraderos) antes del parón por Acción de Gracias. Sin embargo, todas las cifras corresponden a septiembre, lo que limita su valor para calibrar la postura futura de la Fed, manteniendo la sensibilidad del mercado a cualquier comentario de sus miembros. En este contexto, aunque el FOMC sigue dividido, los comentarios dovish de Williams del viernes elevaron la probabilidad implícita de un recorte en diciembre del 45% al entorno del 65%.

## EVENTOS HOY

### MERCADOS

| | Ultimo | Var |
|---|---|---|
| **Ibex 35** | 15.821,90 | -1,04% |
| **Eurostoxx 50** | 5.515,09 | -0,98% |
| **S&P** | 6603,0 | 0,98% |
| **SP2Y** | 2,09 | -0,9 (p.b.) |
| **SP10Y** | 3,21 | -1,6 (p.b.) |
| **Dif. España** | 0,51 | -0,3 (p.b.) |
| **ITA2Y** | 2,20 | -1,5 (p.b.) |
| **ITA10Y** | 3,46 | -1,4 (p.b.) |
| **Dif. Italia** | 0,756 | -0,1 (p.b.) |
| **ALEM2Y** | 2,014 | -0,5 (p.b.) |
| **ALEM10Y** | 2,70 | -1,3 (p.b.) |
| **USA2Y** | 3,51 | -2,52 (p.b.) |
| **USA10Y** | 4,06 | -2,12 (p.b.) |
| **Iboxx** | 241,7 | 0,01% |
| **Itraxx Europe** | 56,2 | 1,94% |
| **Itraxx Crossover** | 268,0 | 1,49% |
| **Itraxx Fin (senior)** | 59,9 | 1,68% |
| **Itraxx Fin (sub)** | 102,5 | 1,80% |
| **Dólar/Euro** | 1,1513 | -0,14% |
| **Brent** | 62,56 | -1,29% |
| **Oro** | 4.065,14 | -0,03% |
| **VIX (Volat. S&P500)** | 23,4 | -11,32% |
| **MOVE (Volat TY)** | 78,8 | 1,29% |

### CALENDARIO

| HORA | PAIS | INDICADOR | PREV. | ULT. |
|---|---|---|---|---|
| 10:00 | Alemania | IFO | 88,5 | 88,4 |

### EMISIONES

| | PAÍS | PLAZO | EMISIÓN (Mn) | DIVISA |
|---|---|---|---|---|
| ***EEUU*** | | | | |
| | EEUU | 2 años | 69.000 | $ |

### COMPARECENCIAS

| HORA | INTERVENCIÓN |
|---|---|
| 12:00 | BCE: Habla Cipollone |
| 15:45 | BCE: Habla Lagarde |
| 18:45 | BCE: Habla Nagel |

## QUÉ HA PASADO

### EUROPA

- Lagarde recordó que la política monetaria no puede resolver problemas estructurales de deuda, subrayando la necesidad de disciplina fiscal en ciertos países. Por su parte, Müller (BCE hawkish) dijo que la inflación en la Zona Euro probablemente se mantendrá alrededor del 2% en los próximos trimestres. Por su parte, Pereira (BCE dovish) alertó de que la sobrevaloración de la renta variable estadounidense y las criptomonedas es uno de los principales riesgos financieros a corto plazo.
- En Francia, la Asamblea Nacional rechazó el borrador de Presupuestos de 2026, evidenciando la fragilidad política del Gobierno y anticipando un proceso presupuestario complicado.
- El Gobierno belga logró un acuerdo para el Presupuesto de 2026 y un marco fiscal plurianual, pero el clima social sigue tenso: los sindicatos han iniciado una huelga de tres días contra los recortes.
- Moody's mejoró a Italia desde Baa3/POS a Baa2 con perspectiva estable, destacando el menor riesgo fiscal. Por su parte, Scope elevó la perspectiva de España a positiva.
- El G20 aprobó una declaración conjunta que aborda la crisis climática y otros desafíos globales, haciendo énfasis en cooperación internacional y financiación para transición energética. Por su parte, en el marco de la COP30, los países acordaron avanzar en la reducción progresiva del uso de combustibles fósiles, aunque sin mencionar explícitamente petróleo, gas o carbón.

### EEUU

- Williams (Fed neutral), abrió la puerta a un nuevo recorte de tipos, señalando que los riesgos a la baja para el empleo han aumentado mientras que los riesgos al alza para la inflación se han moderado. Así, dijo que aún ve margen para ajustar los tipos hacia un nivel más neutral, manteniendo el equilibrio entre inflación y empleo. Collins (Fed neutral) advirtió que los riesgos inflacionistas en EEUU siguen sesgados al alza y que, por tanto, no ve urgencia para un recorte de tipos en diciembre. No obstante, matizó que un deterioro más visible del mercado laboral sería un elemento decisivo para reconsiderar esa postura.
- El BLS confirmó la cancelación del IPC de octubre, de modo que el próximo dato disponible será el de noviembre, que se publicará el 18 de diciembre.
- Según la encuesta de la Fed, los bancos han tomado medidas para reforzar sus niveles de reservas, una señal de cautela ante la volatilidad reciente en el mercado monetario y la incertidumbre regulatoria.

### UCRANIA/RUSIA

- EEUU y Ucrania reportaron "avances significativos" en las conversaciones de Ginebra. Rubio, Secretario de Estado, aclaró que no existe un plazo rígido para un acuerdo, mientras que Trump reiteró que su propuesta de 28 puntos no es definitiva. Kiev, por su parte, busca un modelo de protección tipo OTAN garantizado por EEUU en su contrapropuesta.

## CALENDARIO SEMANAL

| HORA | PAÍS | INDICADOR | MES | PREV. | ÚLTIMO |
|---|---|---|---|---|---|
| **Durante la semana** | | | | | |
| 24/11-30/11 | Alemania | Precios de importación | Oct | -- | 0,2% m/m |
| | | | | -- | -1% a/a |
| 26/11-24-12 | EEUU | Indicador adelantado | Sep | -- | -- |
| **27/11-02/12** | Alemania | Ventas al por menor | Oct | 0% m/m | 0% m/m |
| | | | | -- | 2,7% a/a |
| **Lunes 24** | | | | | |
| 10:00 | Alemania | IFO | Nov | 88,5 | 88,4 |
| **Martes 25** | | | | | |
| 8:00 | Alemania | PIB (F) | 3T25 | 0% t/t | 0% t/t |
| | | | | 0,3% a/a | 0,3% a/a |
| 9:00 | España | Precios de producción | Oct | -- | -0,4% m/m |
| | | | | -- | 0,3% a/a |
| 14:30 | EEUU | Fed de Filadelfia no manufacturera | Nov | -- | -22,2 |
| 14:30 | EEUU | Ventas al por menor | Sep | -- | 0,6% m/m |
| 14:30 | EEUU | Ventas al por menor ex autos | Sep | -- | -- m/m |
| 14:30 | EEUU | Precios de producción | Sep | -- | -0,1% m/m |
| | | | | -- | 2,6% a/a |
| 14:30 | EEUU | Precios de producción subyacentes | Sep | -- | -0,1% m/m |
| | | | | -- | 2,8% a/a |
| 15:00 | EEUU | Índice de precios de compra de vivienda | 3T25 | -- | 0% t/t |
| 16:00 | EEUU | Inventarios de negocio | Ago | -- | 0,20% |
| 16:00 | EEUU | Indice manufacturero Richmond | Nov | -- | -4 |
| 16:00 | EEUU | Confianza consumidor | Nov | 93,3 | 94,6 |
| 16:00 | EEUU | Ventas de viviendas pendientes | Oct | -- | 0% m/m |
| | | | | -- | 1,5% a/a |
| **Miércoles 26** | | | | | |
| s/h | EEUU | Indicadore adelantado | Sep | -- | -- |
| 13:00 | EEUU | Peticiones de hipotecas MBA | Nov | -- | -5,20% |
| 14:30 | EEUU | Demandas semanales de desempleo (m) | Nov | -- | 220k |
| 14:30 | EEUU | Reclamos continuos | Nov | -- | 1974k |
| 14:30 | EEUU | Pedidos de bienes duraderos (P) | Sep | -- | 2,90% |
| 14:30 | EEUU | Pedidos de bienes duraderos ex transpor.(P) | Sep | -- | 0,30% |
| 14:30 | EEUU | Pedidos de bienes de capitales ex def y aire (P) | Sep | -- | -0,40% |
| 14:30 | EEUU | Envío de bienes de capitales ex def y aire (P) | Sep | -- | 0,40% |
| 15:45 | EEUU | PMI manfuacturero Chicago | Nov | -- | 43,8 |
| 16:30 | EEUU | Inventarios semanales de crudo (Mb) | Nov | -- | -3426 |
| 20:00 | EEUU | Libro Beige | | | |
| **Jueves 27** | | | | | |
| 8:00 | Alemania | Confianza consumidor | Dec | -23 | -24,1 |
| 9:00 | España | Concesión de hipotecas | Sep | -- | 25,9% a/a |
| 10:00 | Italia | Sentimiento económico | Nov | -- | 94,3 |
| 10:00 | UME | M3 | Oct | 2,8% a/a | 2,8% a/a |
| 11:00 | UME | Confianza consumidor (F) | Nov | -- | -14,2 |
| 11:00 | UME | Confianza económica | Nov | -- | 96,8 |
| 11:00 | UME | Confianza servicios | Nov | -- | 4 |
| **Viernes 28** | | | | | |
| 0:30 | Japón | IPC Tokio | Nov | 2,7% a/a | 2,7% a/a |
| 0:30 | Japón | IPC subyacente Tokio | Nov | 2,7% a/a | 2,8% a/a |
| 0:50 | Japón | Ventas al por menor | Oct | 0,9% m/m | 0% m/m |
| 0:50 | Japón | Producción industrial (P) | Oct | -0,6% m/m | 2,6% m/m |
| | | | | -0,4% a/a | 3,8% a/a |
| 8:45 | Francia | Confianza consumidor | Nov | -- | 90 |
| 8:45 | Francia | Gasto del consumidor | Oct | -- | 0,3% m/m |
| | | | | -- | -0,3% a/a |
| 8:45 | Francia | IPC armonizado (P) | Nov | -- | 0,1% m/m |
| | | | | -- | 0,8% a/a |
| 8:45 | Francia | IPC (P) | Nov | -- | 0,1% m/m |
| | | | | -- | 0,9% a/a |
| 8:45 | Francia | PIB (F) | 3T25 | -- | 0,5% t/t |
| | | | | -- | 0,9% a/a |
| 8:45 | Francia | Precios de producción | Oct | -- | -0,2% m/m |
| | | | | -- | 0,1% a/a |
| 9:00 | España | IPC (P) | Nov | -- | 0,7% m/m |
| | | | | -- | 3,1% a/a |
| 9:00 | España | IPC subyacente (P) | Nov | -- | 2,5% a/a |
| 9:00 | España | IPC armonizado (P) | Nov | -- | 0,5% m/m |
| | | | | -- | 3,2% a/a |
| 9:00 | España | Ventas al por menor | Oct | -- | 6,2% a/a |
| 9:55 | Alemania | Cambio número desempleados (m) | Nov | -5 | -1 |
| 10:00 | España | Balanza cuenta corriente (MM) | Sep | -- | 5,1 |
| 10:00 | UME | Expectativas de IPC a 1 año del BCE | Oct | -- | 2,70% |
| 10:00 | UME | Expectativas de IPC a 3 años del BCE | Oct | -- | 2,50% |
| 10:00 | Italia | PIB (F) | 3T25 | -- | 0% t/t |
| | | | | -- | 0,4% a/a |
| 11:00 | Italia | IPC armonizado (P) | Nov | -- | -0,2% m/m |
| | | | | -- | 1,3% a/a |
| 12:00 | Portugal | PIB (F) | 3T25 | -- | 0,8% t/t |
| | | | | -- | 2,4% a/a |
| 12:00 | Portugal | IPC armonizado (P) | Nov | -- | -0,3% m/m |
| | | | | -- | 2% a/a |
| 12:00 | Portugal | IPC (P) | Nov | -- | 0% m/m |
| | | | | -- | 2,3% a/a |
| 14:00 | Alemania | IPC (P) | Nov | -0,3% m/m | -0,3% m/m |
| | | | | 2,3% a/a | 2,3% a/a |
| 14:00 | Alemania | IPC armonizado (P) | Nov | -0,6% m/m | 0,3% m/m |
| | | | | 2,4% a/a | 2,3% a/a |

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 1º 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 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.