

## RESUMEN DE MERCADO

lunes, 07 de septiembre de 2026

### INDICE

#### RESUMEN DE MERCADO

##### MERCADOS GLOBALES

- Agenda crítica
- Mercados
- Política monetaria y liquidez

##### DEUDA

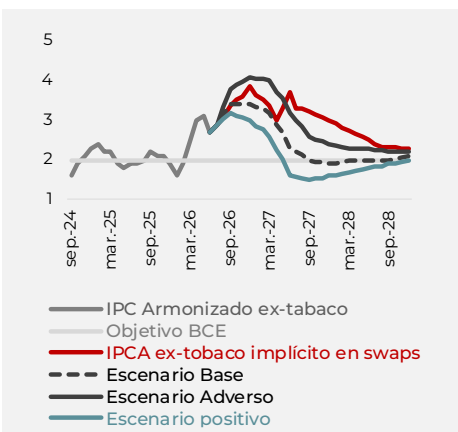
- Cambios de ratings de gobierno
- Estimaciones de flujos primarios de gobierno
- Calendario de revisión de rating soberanos
- Qué ha pasado en deuda privada
- Cambios de ratings de deuda privada

El deterioro del escenario energético durante las últimas semanas ha vuelto a situar la inflación en el centro del debate de política monetaria de la Zona Euro. El repunte del precio del petróleo, con el Brent nuevamente por encima de los 95 dólares por barril, ha elevado el riesgo de que el shock energético generado por el conflicto en Oriente Próximo se prolongue durante más tiempo del inicialmente previsto y ha provocado una revisión significativa de las expectativas para el BCE, hasta descontar un tipo de depósito próximo al 3% a mediados de 2027.

En este semanal analizamos hasta qué punto este endurecimiento adicional está justificado, comparando la inflación implícita en los mercados con los escenarios del BCE y valorando tanto la naturaleza del shock actual como el comportamiento de las expectativas de inflación y de los tipos reales.

GRÁFICO 1: Las expectativas de inflación implícitas plantean unos niveles de precios por encima del escenario adverso del BCE

Fuente: Bloomberg, BCE e Inverseguros



Nota: Inflación implícita estimada a partir de EUR HICPxT zero-coupon inflation swaps y estacionalidad histórica. Proyecciones trimestrales del BCE interpoladas a frecuencia mensual.

### El mercado descuenta una inflación más elevada y, sobre todo, más persistente

El primer argumento a favor del repricing hawkish del mercado procede de la propia trayectoria esperada de inflación. A partir de los swaps de inflación y ajustando por estacionalidad, la inflación implícita de mercado apunta a una aceleración adicional durante los próximos meses. En concreto, las cotizaciones actuales son compatibles con una inflación interanual cercana al 3,8% a finales de 2026, muy por encima del objetivo del BCE y próxima a la trayectoria contemplada en el escenario adverso elaborado por el banco central (gráfico 1).

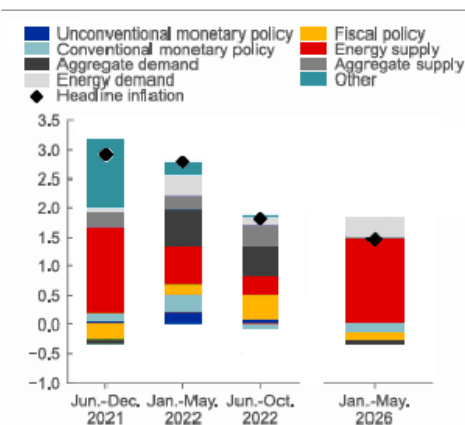
No obstante, probablemente resulte todavía más relevante lo que sucede después del máximo de finales de año. La trayectoria implícita en los mencionados swaps de inflación contempla posteriormente una moderación del IPC, pero ésta sería sensiblemente más gradual que la incorporada en el escenario central del BCE. En este sentido, mientras que las proyecciones de junio asumían una convergencia relativamente rápida hacia el entorno del 2%, el mercado continúa descontando tasas superiores al objetivo hasta finales de 2028. Las oscilaciones mensuales de esta trayectoria responden en buena medida a efectos base y a la propia estacionalidad del HICP y, por tanto, no deben interpretarse como nuevos episodios de aceleración inflacionista, sino como parte de una senda de desinflación irregular.

De esta forma, el mercado no parece estar descontando únicamente un shock energético intenso, sino también una mayor persistencia de las presiones inflacionistas respecto al escenario central del BCE. Desde esta perspectiva, alguna dosis adicional de endurecimiento resulta coherente con el deterioro

## RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 2: Drivers de la inflación general de Zona Euro según BCE

Fuente: BCE

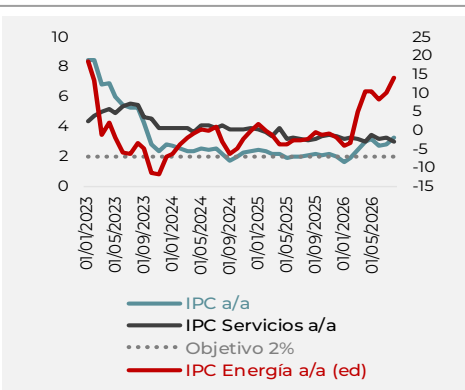
**No toda la inflación exige la misma respuesta monetaria**

Sin embargo, el repunte de la inflación no puede analizarse de forma aislada. En este sentido, la Autoridad Monetaria publicó la semana pasada un análisis especialmente relevante en el que compara el actual episodio inflacionista con el registrado entre 2021 y 2022. Aquí, sus estimaciones muestran que el aumento de la inflación entre enero y mayo de 2026, desde el 1,7% hasta el 3,2%, estuvo explicado prácticamente en su totalidad por shocks adversos sobre la oferta energética asociados al conflicto en Oriente Próximo y al cierre del estrecho de Ormuz. Las contribuciones procedentes de la demanda agregada y de las políticas fiscal y monetaria fueron, por el contrario, muy reducidas (gráfico 2).

Así, la situación contrasta significativamente con la observada durante 2021-22, cuando el encarecimiento de la energía coincidió con problemas generalizados de oferta, la fuerte recuperación de la demanda tras la pandemia y unas políticas fiscal y monetaria expansivas. En ese momento, la inflación no sólo procedía de un shock energético, sino que estaba siendo alimentada simultáneamente por numerosos factores de oferta y demanda. En consecuencia, el riesgo de que las presiones se generalizaran y se retroalimentaran era considerablemente mayor. El episodio actual presenta, al menos hasta ahora, una naturaleza mucho más concentrada en la energía.

GRÁFICO 3: El repunte del IPC está liderado fundamentalmente por la energía, con los servicios manteniéndose estables

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Esta diferencia tiene implicaciones directas para la política monetaria, ya que un shock positivo de demanda eleva simultáneamente la inflación y el crecimiento, por lo que el banco central puede endurecer las condiciones monetarias sin enfrentarse a un trade-off excesivamente severo entre estabilidad de precios y actividad. Un shock adverso de oferta, por el contrario, eleva la inflación al mismo tiempo que debilita el crecimiento, por lo que una respuesta demasiado agresiva puede amplificar innecesariamente la desaceleración económica. El propio BCE utiliza precisamente este argumento para justificar que la respuesta al episodio de 2026 haya sido, hasta ahora, más gradual y flexible que la aplicada durante 2021-22.

En cualquier caso, esto no significa que el BCE pueda ignorar un repunte de la inflación provocado por la energía (gráfico 3). Cuanto más tiempo permanezcan elevados los precios energéticos, mayor será el riesgo de que sus efectos directos terminen trasladándose a costes de producción, márgenes, salarios y precios de los servicios. La política monetaria debe evitar precisamente que un shock inicialmente relativo de precios se transforme en un proceso inflacionista persistente.

## RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 4: El repunte de las rentabilidades nominales está liderado actualmente por el componente real

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

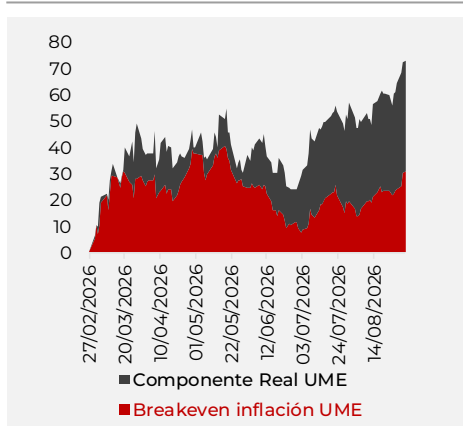
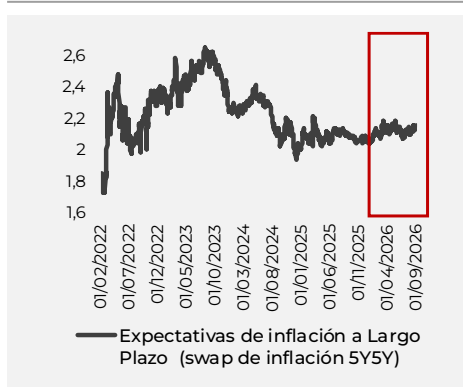


GRÁFICO 5: Las expectativas de inflación a largo plazo permanecen relativamente ancladas

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



Pero el elemento determinante para justificar un endurecimiento mucho más significativo debería ser la aparición de estos efectos de segunda ronda, que a día de hoy todavía no se observan, y no únicamente el incremento de la inflación general derivado del petróleo y el gas.

### Las expectativas permanecen ancladas y el endurecimiento procede de los tipos reales

La composición del reciente movimiento de la renta fija introduce una segunda razón para cuestionar que el BCE necesite validar íntegramente el endurecimiento que actualmente descuenta el mercado. Y es que, el tensionamiento de las rentabilidades nominales se ha producido fundamentalmente a través del componente real, mientras que los breakevens de inflación han mostrado un comportamiento considerablemente más estable (gráfico 4). Por tanto, por ahora, el mercado no parece estar señalando una pérdida de credibilidad del objetivo de inflación ni un desanclaje significativo de las expectativas a medio y largo plazo.

Esta distinción es importante. Un aumento de las rentabilidades nominales provocado por un fuerte repunte de los breakevens sería una señal potencialmente preocupante para el BCE, puesto que implicaría que los inversores están elevando de forma estructural sus expectativas de inflación. Sin embargo, cuando el movimiento está liderado por los tipos reales, el efecto principal es otro: las condiciones financieras se endurecen. Además, buena parte de este movimiento parece estar vinculada al aumento de la prima por plazo y no únicamente a unas mayores expectativas sobre los tipos oficiales, lo que refuerza la idea de que el endurecimiento financiero se está extendiendo más allá de la propia política monetaria del BCE. Así, aumenta el coste real de financiación de empresas y hogares, se endurecen las condiciones de crédito y se modera la demanda agregada, de forma que parte del ajuste restrictivo se produce incluso sin nuevas subidas del tipo oficial.

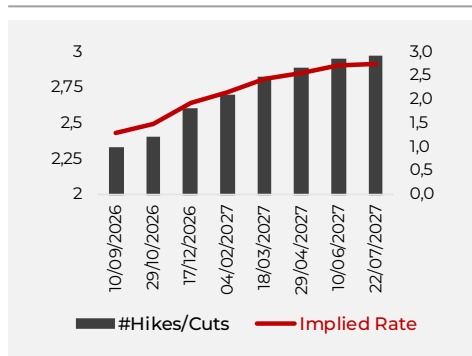
En consecuencia, mientras los breakevens permanezcan contenidos (gráfico 5) y el endurecimiento continúe concentrándose en las rentabilidades reales, el banco central puede disponer de cierto margen para permitir que parte del ajuste se produzca a través del propio mercado en lugar de depender exclusivamente de nuevas subidas del tipo de depósito.

**El mercado puede estar acertando con el “longer”, pero no necesariamente con el “higher”**

## RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 6: El mercado descuenta actualmente un tipo de depósito en el 3% en el verano de 2027

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



La combinación de estos factores permite introducir una distinción importante entre la necesidad de mantener una política monetaria restrictiva durante más tiempo y la necesidad de llevar los tipos significativamente más arriba.

Así, el debate no parece estar tanto en si el BCE debe realizar algún endurecimiento adicional, sino en hasta dónde necesita llegar. Una subida en septiembre resulta coherente con el deterioro de las perspectivas de inflación, pero el recorrido adicional hasta el 3% en el verano de 2027 que descuenta el mercado (gráfico 6) parece requerir evidencias de una mayor persistencia de las presiones inflacionistas.

En particular, sería necesario observar una interrupción clara del proceso de moderación de la inflación subyacente, una nueva aceleración de los servicios y los salarios o un desplazamiento más generalizado de las expectativas de inflación. Mientras estas señales no aparezcan, una parte importante del repunte previsto del HICP seguirá correspondiendo a un shock sobre el que la política monetaria tiene una capacidad de actuación limitada y cuya contrapartida es, además, un deterioro de la actividad.

Por ello, el riesgo principal puede no encontrarse en que el BCE tenga que desarrollar un nuevo ciclo agresivo de subidas, sino en que el retorno de la inflación al objetivo sea suficientemente lento como para obligarle a mantener unas condiciones monetarias restrictivas durante bastante más tiempo de lo inicialmente previsto.

## Conclusiones

1. El deterioro del escenario energético justifica un BCE más restrictivo, pero no necesariamente todo el endurecimiento que descuenta actualmente el mercado.
2. La inflación implícita seguirá elevada y convergerá lentamente al objetivo, aunque el shock continúa siendo fundamentalmente de oferta.
3. Los breakevens permanecen relativamente anclados, mientras el tensionamiento de los tipos reales ya está endureciendo las condiciones financieras.
4. El riesgo principal puede no encontrarse en un nuevo ciclo agresivo de subidas, sino en que la lenta convergencia de la inflación obligue al BCE a mantener una política restrictiva durante más tiempo de lo inicialmente previsto.



## MERCADOS GLOBALES

### AGENDA CRÍTICA

|                         | PAÍS         | EVENTO                                                                                                           |
|-------------------------|--------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>2026</b>             |              |                                                                                                                  |
| 10 de septiembre        | UME          | BCE: decisión de política monetaria (con proyecciones)                                                           |
| 15 de septiembre        | Países Bajos | Países Bajos: Prinsjesdag (presupuesto 2027)                                                                     |
| 16 de septiembre        | EEUU         | Decisión de política monetaria del FOMC, incluidas las proyecciones económicas                                   |
| 17 de septiembre        | Reino Unido  | Decisión de tipos de interés del Banco de Inglaterra                                                             |
| 20 de septiembre        | Alemania     | Elecciones regionales en Berlín y Mecklemburgo-Pomerania Occidental                                              |
| Finales de septiembre   | UME          | Lagarde testificará ante el comité del Parlamento de la UE                                                       |
| 3 de octubre            | Letonia      | Elecciones parlamentarias                                                                                        |
| 5 de octubre            | Reino Unido  | Decisión de tipos de interés del Banco de Inglaterra e informe de Política Monetaria                             |
| 12-18 de octubre        | Global       | Reuniones anuales FMI/Banco Mundial                                                                              |
| Antes del 15 de octubre | UME          | Fecha límite presupuestos UE 2027                                                                                |
| 28 de octubre           | EEUU         | Anuncio de tipos Fed                                                                                             |
| 29 de octubre           | UME          | Anuncio de tipos BCE                                                                                             |
| Principios de noviembre | Alemania     | Estimación fiscal (2026-2031)                                                                                    |
| Principios de noviembre | Alemania     | Previsiones económicas del Consejo de Asesores Económicos                                                        |
| 3 de noviembre          | EEUU         | Elecciones legislativas de mitad de mandato en EE. UU. (los 425 escaños de la Cámara y 33 de los 100 del Senado) |
| 5 de noviembre          | Reino Unido  | Anuncio de tipos BoE e informe de Política Monetaria                                                             |
| Mediados de noviembre   | UME          | Previsiones de otoño de la Comisión Europea                                                                      |
| 9 de diciembre          | UME          | FOMC: decisión de política monetaria, incluidas las proyecciones económicas.                                     |
| 17 de diciembre         | Reino Unido  | Banco de Inglaterra (BoE): decisión sobre los tipos de interés                                                   |
| 17 de diciembre         | UME          | BCE: decisión de política monetaria, incluidas las proyecciones del personal técnico.                            |
| <b>2027</b>             |              |                                                                                                                  |
| 1 de enero              | UE           | Consejo de la UE: Lituania asume la presidencia durante el primer semestre de 2027                               |
| 27 de enero             | EEUU         | FOMC: decisión de política monetaria                                                                             |
| 4 de febrero            | UME          | BCE: decisión de política monetaria,                                                                             |

## MERCADOS GLOBALES

### MERCADOS

#### RENTABILIDADES

|             |          | Último  | 5 días | 1 mes  | Fin año pasado |        |
|-------------|----------|---------|--------|--------|----------------|--------|
| Core        | Alemania | 2 años  | 2.959  | 2.937  | 2.75           | 2.122  |
|             |          | 5 años  | 3.089  | 3.064  | 2.862          | 2.448  |
|             |          | 10 años | 3.35   | 3.324  | 3.132          | 2.855  |
|             | Francia  | 2 años  | 3.143  | 3.122  | 2.922          | 2.324  |
|             |          | 5 años  | 3.608  | 3.58   | 3.335          | 2.854  |
|             |          | 10 años | 4.208  | 4.177  | 3.917          | 3.564  |
|             | EEUU     | 2 años  | 4.3661 | 4.3415 | 4.1952         | 3.473  |
|             |          | 5 años  | 4.5448 | 4.5002 | 4.3518         | 3.7252 |
|             |          | 10 años | 4.782  | 4.75   | 4.6454         | 4.167  |
| Periféricos | España   | 2 años  | 2.984  | 2.965  | 2.791          | 2.268  |
|             |          | 5 años  | 3.254  | 3.237  | 3.019          | 2.64   |
|             |          | 10 años | 3.782  | 3.775  | 3.561          | 3.288  |
|             | Irlanda  | 5 años  | 3.108  | 3.064  | 2.871          | 2.498  |
|             |          | 10 años | 3.47   | 3.469  | 3.284          | 3.014  |
|             | Italia   | 2 años  | 3.126  | 3.114  | 2.914          | 2.202  |
|             |          | 5 años  | 3.553  | 3.542  | 3.293          | 2.849  |
|             |          | 10 años | 4.159  | 4.151  | 3.9            | 3.551  |
|             | Portugal | 2 años  | 2.954  | 2.924  | 2.715          | 2.078  |
|             |          | 5 años  | 3.22   | 3.199  | 2.976          | 2.488  |
|             |          | 10 años | 3.678  | 3.674  | 3.457          | 3.15   |

#### SWAP SPREAD

| SWAP SPREAD |                | Último  | 5 días | 1 mes   | Fin año pasado |         |
|-------------|----------------|---------|--------|---------|----------------|---------|
| Swap Spread | Alemania-Swap  | 2 años  | -20,92 | -20,9   | -20,77         | -14,3   |
|             |                | 5 años  | -15,08 | -14,4   | -14,46         | -12,5   |
|             |                | 10 años | -2,97  | -3,04   | -3,485         | -6,8    |
|             | EEUU- Swap     | 2 años  | 16,76  | 16,205  | 17,786         | 20,835  |
|             |                | 5 años  | 31,98  | 33,62   | 34,242         | 32,545  |
|             |                | 10 años | 42,93  | 45,66   | 46,733         | 43,75   |
| Curva Swap  | Curva Swap EUR | 2 años  | 3,1682 | 3,146   | 2,9577         | 2,265   |
|             |                | 5 años  | 3,2398 | 3,208   | 3,0066         | 2,573   |
|             |                | 10 años | 3,3797 | 3,3544  | 3,16685        | 2,923   |
|             | Curva Swap USD | 2 años  | 4,1985 | 4,17945 | 4,01734        | 3,26465 |
|             |                | 5 años  | 4,225  | 4,164   | 4,00938        | 3,39975 |
|             |                | 10 años | 4,3528 | 4,2934  | 4,17807        | 3,7295  |

#### DIFERENCIALES

|                   |                  | Último  | 5 días  | 1 mes  | Fin año pasado |         |
|-------------------|------------------|---------|---------|--------|----------------|---------|
| Core              | Francia-Alemania | 2 años  | 18,4    | 18,5   | 17,2           | 20,2    |
|                   |                  | 5 años  | 51,9    | 51,6   | 47,3           | 40,6    |
|                   |                  | 10 años | 85,8    | 85,3   | 78,5           | 70,9    |
| España-Alemania   |                  | 2 años  | 2,5     | 2,8    | 4,1            | 14,6    |
|                   |                  | 5 años  | 16,5    | 17,3   | 15,7           | 19,2    |
|                   |                  | 10 años | 43,2    | 45,1   | 42,9           | 43,3    |
| Irlanda-Alemania  |                  | 5 años  | 1,9     | 0      | 0,9            | 5       |
|                   |                  | 10 años | 12      | 14,5   | 15,2           | 15,9    |
| Italia-Alemania   |                  | 2 años  | 16,7    | 17,7   | 16,4           | 8       |
|                   |                  | 5 años  | 46,4    | 47,8   | 43,1           | 40,1    |
|                   |                  | 10 años | 80,9    | 82,7   | 76,8           | 69,6    |
| Portugal-Alemania |                  | 2 años  | -0,5    | -1,3   | -3,5           | -4,4    |
|                   |                  | 5 años  | 13,1    | 13,5   | 11,4           | 4       |
|                   |                  | 10 años | 32,8    | 35     | 32,5           | 29,5    |
| Alemania-EEUU     |                  | 2 años  | -140,71 | -140,5 | -145           | -135,1  |
|                   |                  | 5 años  | -145,58 | -143,6 | -149           | -127,72 |
|                   |                  | 10 años | -143,21 | -142,6 | -151           | -131,2  |
| España-Italia     |                  | 2 años  | -14,2   | -14,9  | -12,3          | 6,6     |
|                   |                  | 5 años  | -29,9   | -30,5  | -27,4          | -20,9   |
|                   |                  | 10 años | -37,7   | -37,6  | -33,9          | -26,3   |

#### FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

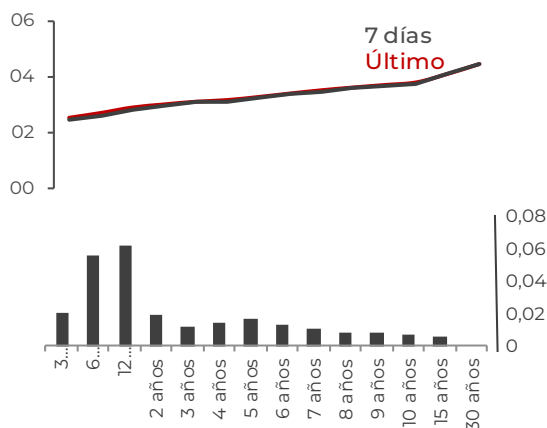
|             |                      | Último  | 5 días  | 1 mes   | Fin año pasado |
|-------------|----------------------|---------|---------|---------|----------------|
| Futuros     | Bund                 | 122,11  | 122,42  | 124,16  | 125,79         |
|             | T Bond               | 107,45  | 107,66  | 108,64  | 112,44         |
|             | Bono italiano        | 114,26  | 114,38  | 116,37  | 118,25         |
|             | Bono español         | 119,29  | 119,82  | 121,1   | 120,82         |
| Divisas     | Dólar / Euro         | 1,1622  | 1,1617  | 1,1559  | 1,1736         |
|             | Libra / Dólar        | 1,3537  | 1,3549  | 1,3491  | 1,3452         |
|             | Libra / Euro         | 1,1648  | 1,1663  | 1,1673  | 1,1462         |
|             | Yen / Dólar          | 154,46  | 159,68  | 157,76  | 156,83         |
|             | Yen / Euro           | 179,51  | 185,5   | 182,38  | 184,06         |
|             | Franco Suizo / Dólar | 0,809   | 0,8082  | 0,8079  | 0,7934         |
| Commodities | Franco Suizo / Euro  | 1,0636  | 1,0651  | 1,0708  | 1,0739         |
|             | Brent                | 100,65  | 89,71   | 86,23   | 62,45          |
|             | West Texas           | 92,83   | 84,19   | 76,12   | 57,90          |
|             | Oro                  | 4,409,6 | 4,433,4 | 4,341,6 | 4,322,0        |
|             | Plata                | 65,84   | 66,29   | 63,56   | 71,30          |
|             | Platino              | 1,828,4 | 1,794,2 | 1,759,6 | 2,086,5        |

#### PENDIENTES

| PERIFÉRICOS |          | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado |
|-------------|----------|--------|--------|-------|----------------|
| Core        | Alemania | 2-5    | 13     | 12,7  | 11,2           |
|             |          | 5-10   | 26,1   | 26    | 27             |
|             |          | 2-10   | 39,1   | 38,7  | 38,2           |
|             | EEUU     | 2-5    | 17,87  | 15,87 | 15,66          |
|             |          | 5-10   | 23,73  | 24,98 | 29,36          |
|             |          | 2-10   | 41,6   | 40,85 | 45,02          |
| Periféricos | España   | 2-5    | 27     | 27,2  | 22,8           |
|             |          | 5-10   | 52,8   | 53,8  | 54,2           |
|             |          | 2-10   | 79,8   | 81    | 77             |
|             | Italia   | 2-5    | 42,7   | 42,8  | 37,9           |
|             |          | 5-10   | 60,6   | 60,9  | 60,7           |
|             |          | 2-10   | 103,3  | 103,7 | 98,6           |

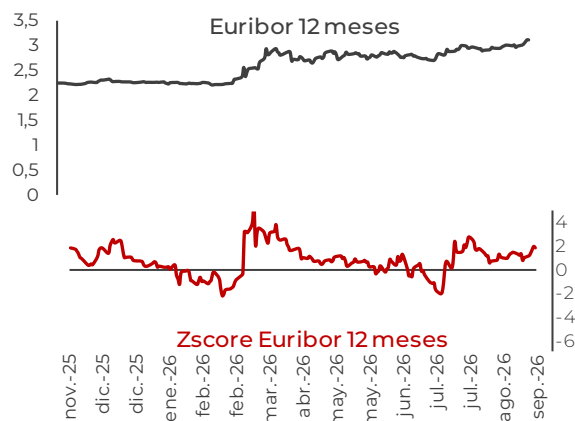
#### Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



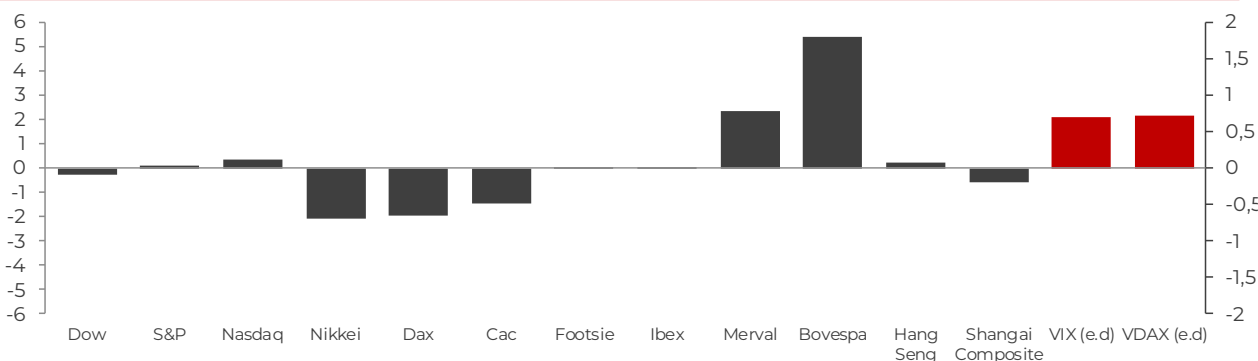
#### Evolución EURIBOR 12 meses.

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 €)                          | 13,9    | ↓ | 18,01   | 21,94   |
| LTRO (kMn €)                         | 3,28    | ↓ | 4,018   | 7,01    |
| Liquidez Total (kMn€)                | 2.307,5 | ↓ | 2.313,6 | 2.329,1 |
| Exceso Liquidez (kMn€)               | 2.132,8 | ↓ | 2.138,9 | 2.154,4 |
| Balance BCE (kMn€)                   | 5.915,3 | ↑ | 5.913,0 | 5.941,7 |
| <b>TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA</b> |         |   |         |         |
| €STR 3m (%)                          | 2,449   | ↑ | 2,420   | 2,327   |
| €STR 12m (%)                         | 3,206   | ↑ | 3,181   | 3,003   |
| Euribor 3m (%)                       | 2,679   | ↑ | 2,573   | 2,498   |
| Euribor 12m (%)                      | 3,108   | ↑ | 2,981   | 2,927   |

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

#### Bancos Centrales. (%)

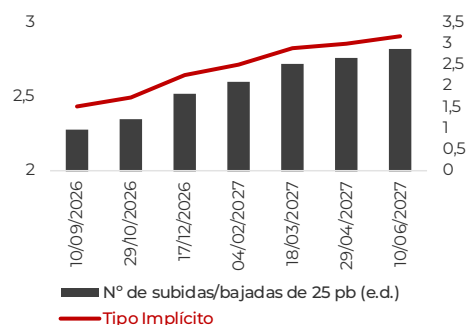
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

|                        | Último |   | -5D  | -30D |
|------------------------|--------|---|------|------|
| <b>BCE</b>             |        |   |      |      |
| BCE Tipo General       | 2,40   | → | 2,40 | 2,40 |
| BCE Tipo Depósito      | 2,3    | → | 2,3  | 2,3  |
| BCE Tipo Marginal      | 2,65   | → | 2,65 | 2,65 |
| Eonia 1Y1Y             | 3,04   | ↑ | 0,02 | 0,23 |
| <b>Reserva Federal</b> |        |   |      |      |
| Fed Fund               | 3,75   | → | 3,75 | 3,75 |
| Fed Discount           | 3,75   | → | 3,75 | 3,75 |
| OIS 1Y1Y               | 4,29   | ↑ | 0,05 | 0,23 |

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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

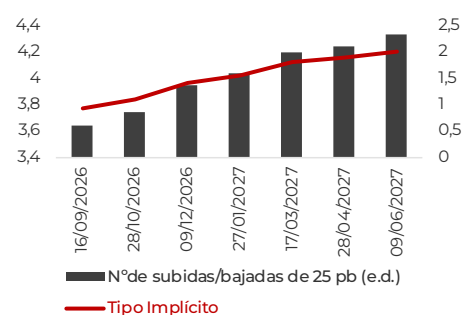
| Fecha reunión | Nº subidas/bajadas de 25 pb | Subidas/bajadas en % | Variación del Tipo implícito | Tipo Implícito |
|---------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
| 10/09/2026    | 0,993                       | 99,3                 | 0,248                        | 2,438          |
| 29/10/2026    | 1,228                       | 23,4                 | 0,307                        | 2,497          |
| 17/12/2026    | 1,836                       | 60,9                 | 0,459                        | 2,649          |
| 04/02/2027    | 2,107                       | 27,1                 | 0,527                        | 2,717          |
| 18/03/2027    | 2,54                        | 43,2                 | 0,635                        | 2,825          |
| 29/04/2027    | 2,679                       | 13,9                 | 0,67                         | 2,859          |



#### 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 |
|---------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
| 16/09/2026    | 0,599                       | 59,9                 | 0,15                         | 3,776          |
| 28/10/2026    | 0,864                       | 26,6                 | 0,216                        | 3,842          |
| 09/12/2026    | 1,374                       | 51                   | 0,343                        | 3,97           |
| 27/01/2027    | 1,594                       | 22                   | 0,399                        | 4,025          |
| 17/03/2027    | 1,995                       | 40                   | 0,499                        | 4,125          |
| 28/04/2027    | 2,124                       | 13                   | 0,531                        | 4,158          |
| 09/06/2027    | 2,332                       | 20,8                 | 0,583                        | 4,209          |







## DEUDA PÚBLICA

### CALENDARIO DE REVISIÓN DE RATING SOBERANOS

FECHA PUBLICACIÓN RATINGS POR PAÍS Y AGENCIA

| AUSTRIA    |         | ALEMANIA   |         | BÉLGICA    |         | BULGARIA   |         | CHIPRE     |         |
|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia |
| 6-feb.-26  | S&P     | 9-ene.-26  | Fitch   | 23-ene.-26 | DBRS    | 23-ene.-26 | Moody's | 6-feb.-26  | Scope   |
| 13-feb.-26 | Moody's | 6-mar.-26  | Scope   | 17-abr.-26 | Moody's | 20-feb.-26 | DBRS    | 13-mar.-26 | DBRS    |
| 13-mar.-26 | Scope   | 13-mar.-26 | Moody's | 24-abr.-26 | S&P     | 27-mar.-26 | Fitch   | 8-may.-26  | Fitch   |
| 5-jun.-26  | DBRS    | 24-abr.-26 | S&P     | 8-may.-26  | Scope   | 15-may.-26 | S&P     | 15-may.-26 | S&P     |
| 5-jun.-26  | Fitch   | 8-may.-26  | DBRS    | 22-may.-26 | Fitch   | 29-may.-26 | Scope   | 29-may.-26 | Moody's |
| 7-ago.-26  | S&P     | 15-may.-26 | Fitch   | 24-jul.-26 | DBRS    | 24-jul.-26 | Moody's | 7-ago.-26  | Scope   |
| 14-ago.-26 | Moody's | 4-sep.-26  | Scope   | 9-oct.-26  | Moody's | 14-ago.-26 | DBRS    | 4-sep.-26  | DBRS    |
| 4-sep.-26  | Scope   | 18-sep.-26 | Moody's | 23-oct.-26 | S&P     | 25-sep.-26 | Fitch   | 6-nov.-26  | Fitch   |
| 4-dic.-26  | DBRS    | 23-oct.-26 | S&P     | 6-nov.-26  | Scope   | 13-nov.-26 | S&P     | 13-nov.-26 | S&P     |
| 4-dic.-26  | Fitch   | 6-nov.-26  | DBRS    | 20-nov.-26 | Fitch   | 27-nov.-26 | Scope   | 20-nov.-26 | Moody's |
|            |         | 13-nov.-26 | Fitch   |            |         |            |         |            |         |

| CROACIA           |                | ESLOVAQUIA        |             | ESLOVENIA         |              | ESPAÑA            |                | ESTONIA    |         |
|-------------------|----------------|-------------------|-------------|-------------------|--------------|-------------------|----------------|------------|---------|
| Fecha             | Agencia        | Fecha             | Agencia     | Fecha             | Agencia      | Fecha             | Agencia        | Fecha      | Agencia |
| 6-mar.-26         | Fitch          | 6-feb.-26         | DBRS        | 27-feb.-26        | Moody's      | 13-mar.-26        | Fitch          | 16-ene.-26 | Moody's |
| 13-mar.-26        | S&P            | 17-abr.-26        | DBRS        | 6-mar.-26         | Scope        | 13-mar.-26        | S&P            | 6-feb.-26  | Scope   |
| 20-mar.-26        | Scope          | 24-abr.-26        | S&P         | 27-mar.-26        | Fitch        | 13-mar.-26        | Scope          | 13-feb.-26 | DBRS    |
| 27-mar.-26        | DBRS           | 8-may.-26         | Fitch       | 27-mar.-26        | S&P          | 27-mar.-26        | Moody's        | 24-abr.-26 | Fitch   |
| 24-abr.-26        | Moody's        | 22-may.-26        | Scope       | 22-may.-26        | DBRS         | 29-may.-26        | DBRS           | 29-may.-26 | S&P     |
| 31-jul.-26        | Fitch          | 19-jun.-26        | Moody's     | 28-ago.-26        | Moody's      | 17-jul.-26        | Moody's        | 17-jul.-26 | Moody's |
| <b>11-sep.-26</b> | <b>S&amp;P</b> | <b>11-sep.-26</b> | <b>DBRS</b> | 4-sep.-26         | Scope        | <b>11-sep.-26</b> | <b>Fitch</b>   | 7-ago.-26  | Scope   |
| 18-sep.-26        | Scope          | 23-oct.-26        | S&P         | <b>11-sep.-26</b> | <b>Fitch</b> | <b>11-sep.-26</b> | <b>S&amp;P</b> | 14-ago.-26 | DBRS    |
| 25-sep.-26        | DBRS           | 30-oct.-26        | Fitch       | 25-sep.-26        | S&P          | <b>11-sep.-26</b> | <b>Scope</b>   | 16-oct.-26 | Fitch   |
| 9-oct.-26         | Moody's        | 13-nov.-26        | Scope       | 20-nov.-26        | DBRS         | 30-oct.-26        | DBRS           | 27-nov.-26 | S&P     |

| FINLANDIA  |         | FRANCIA    |         | GRECIA     |         | IRLANDA           |             | ITALIA            |              |
|------------|---------|------------|---------|------------|---------|-------------------|-------------|-------------------|--------------|
| Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha             | Agencia     | Fecha             | Agencia      |
| 23-ene.-26 | Fitch   | 6-mar.-26  | Fitch   | 6-mar.-26  | DBRS    | 23-ene.-26        | Scope       | 30-ene.-26        | S&P          |
| 30-ene.-26 | Scope   | 20-mar.-26 | DBRS    | 13-mar.-26 | Moody's | 20-feb.-26        | Moody's     | 13-mar.-26        | Fitch        |
| 20-mar.-26 | DBRS    | 20-mar.-26 | Scope   | 20-mar.-26 | Scope   | 13-mar.-26        | DBRS        | 27-mar.-26        | Moody's      |
| 24-abr.-26 | S&P     | 10-abr.-26 | Moody's | 24-abr.-26 | S&P     | 20-mar.-26        | S&P         | 17-abr.-26        | DBRS         |
| 12-jun.-26 | Moody's | 29-may.-26 | S&P     | 8-may.-26  | Fitch   | 1-may.-26         | Fitch       | 24-abr.-26        | Scope        |
| 10-jul.-26 | Scope   | 28-ago.-26 | Fitch   | 4-sep.-26  | DBRS    | 17-jul.-26        | Scope       | 15-may.-26        | S&P          |
| 17-jul.-26 | Fitch   | 18-sep.-26 | DBRS    | 18-sep.-26 | Moody's | 21-ago.-26        | Moody's     | <b>11-sep.-26</b> | <b>Fitch</b> |
| 18-sep.-26 | DBRS    | 18-sep.-26 | Scope   | 18-sep.-26 | Scope   | <b>11-sep.-26</b> | <b>DBRS</b> | 25-sep.-26        | Moody's      |
| 23-oct.-26 | S&P     | 23-oct.-26 | Moody's | 23-oct.-26 | S&P     | 18-sep.-26        | S&P         | 16-oct.-26        | DBRS         |
| 4-dic.-26  | Scope   | 27-nov.-26 | S&P     | 6-nov.-26  | Fitch   | 23-oct.-26        | Fitch       | 23-oct.-26        | Scope        |
| 11-dic.-26 | Moody's |            |         |            |         |                   |             | 13-nov.-26        | S&P          |

| LETONIA    |         | LITUANIA   |         | LUXEMBURGO |         | MALTA      |         | PAISES BAJOS      |              |
|------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|-------------------|--------------|
| Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha      | Agencia | Fecha             | Agencia      |
| 16-ene.-26 | Moody's | 6-feb.-26  | Scope   | 30-ene.-26 | S&P     | 27-feb.-26 | Fitch   | 16-ene.-26        | Fitch        |
| 6-feb.-26  | Scope   | 10-abr.-26 | DBRS    | 13-feb.-26 | Moody's | 10-abr.-26 | DBRS    | 13-feb.-26        | Moody's      |
| 13-feb.-26 | DBRS    | 17-abr.-26 | Moody's | 10-abr.-26 | Scope   | 8-may.-26  | Moody's | 27-feb.-26        | DBRS         |
| 24-abr.-26 | Fitch   | 24-abr.-26 | Fitch   | 24-abr.-26 | DBRS    | 15-may.-26 | Scope   | 13-mar.-26        | Scope        |
| 29-may.-26 | S&P     | 29-may.-26 | S&P     | 24-abr.-26 | Fitch   | 5-jun.-26  | S&P     | 17-abr.-26        | S&P          |
| 17-jul.-26 | Moody's | 7-ago.-26  | Scope   | 31-jul.-26 | S&P     | 21-ago.-26 | Fitch   | 10-jul.-26        | Fitch        |
| 7-ago.-26  | Scope   | 9-oct.-26  | DBRS    | 7-ago.-26  | Moody's | 9-oct.-26  | DBRS    | 21-ago.-26        | Moody's      |
| 14-ago.-26 | DBRS    | 16-oct.-26 | Moody's | 9-oct.-26  | Scope   | 30-oct.-26 | Moody's | 28-ago.-26        | DBRS         |
| 16-oct.-26 | Fitch   | 23-oct.-26 | Fitch   | 23-oct.-26 | DBRS    | 13-nov.-26 | Scope   | <b>11-sep.-26</b> | <b>Scope</b> |
| 27-nov.-26 | S&P     | 27-nov.-26 | S&P     | 23-oct.-26 | Fitch   | 4-dic.-26  | S&P     | 16-oct.-26        | S&P          |

| PORTUGAL   |         | REINO UNIDO       |              | EFSF              |              | ESM               |              | UE         |         |
|------------|---------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|-------------------|--------------|------------|---------|
| Fecha      | Agencia | Fecha             | Agencia      | Fecha             | Agencia      | Fecha             | Agencia      | Fecha      | Agencia |
| 16-ene.-26 | DBRS    | 20-feb.-26        | Fitch        | 16-ene.-26        | DBRS         | 16-ene.-26        | DBRS         | 20-mar.-26 | Moody's |
| 27-feb.-26 | S&P     | 13-mar.-26        | Scope        | 16-ene.-26        | Scope        | 16-ene.-26        | Scope        | 27-mar.-26 | Scope   |
| 6-mar.-26  | Fitch   | 10-abr.-26        | S&P          | 30-ene.-26        | S&P          | 30-ene.-26        | S&P          | 17-abr.-26 | DBRS    |
| 3-abr.-26  | Scope   | 15-may.-26        | DBRS         | 17-abr.-26        | Moody's      | 20-mar.-26        | Moody's      | 25-sep.-26 | Moody's |
| 15-may.-26 | DBRS    | 14-ago.-26        | Fitch        | 12-jun.-26        | Fitch        | 12-jun.-26        | Fitch        | 25-sep.-26 | Scope   |
| 22-may.-26 | Moody's | <b>11-sep.-26</b> | <b>Scope</b> | 12-jun.-26        | Scope        | 12-jun.-26        | Scope        | 16-oct.-26 | DBRS    |
| 28-ago.-26 | S&P     | 9-oct.-26         | S&P          | 17-jul.-26        | DBRS         | 17-jul.-26        | DBRS         |            |         |
| 4-sep.-26  | Fitch   | 13-nov.-26        | DBRS         | 31-jul.-26        | S&P          | 31-jul.-26        | S&P          |            |         |
| 2-oct.-26  | Scope   |                   |              | <b>11-sep.-26</b> | <b>Scope</b> | <b>11-sep.-26</b> | <b>Scope</b> |            |         |
| 13-nov.-26 | DBRS    |                   |              | 30-oct.-26        | Moody's      | 25-sep.-26        | Moody's      |            |         |
| 20-nov.-26 | Moody's |                   |              | 11-dic.-26        | Fitch        | 11-dic.-26        | Fitch        |            |         |

## DEUDA PRIVADA

## QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

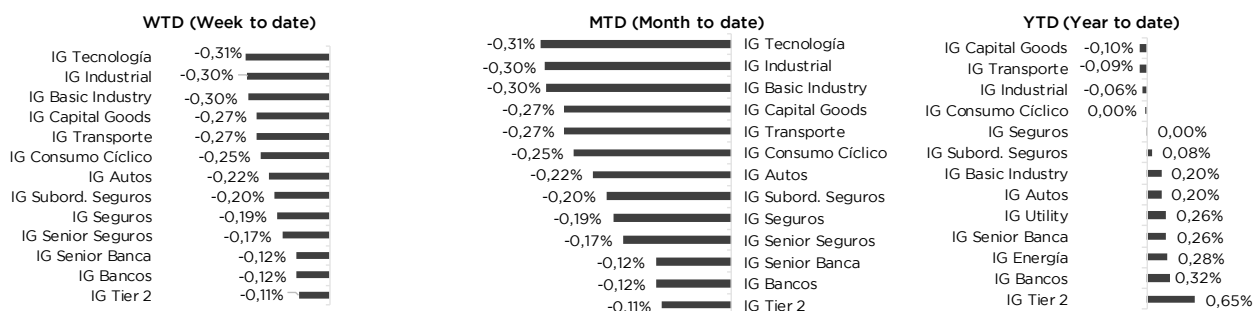
Comportamiento del crédito en EUR

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>  | 80          | 2   | 2   | 2   | 3,91%                 | 2,09% | 2,09% | 21,06% | -0,24%       | -0,24% | 0,03%  |
| AAA                   | 46          | 2   | 2   | -1  | 4,04%                 | 1,67% | 1,67% | 14,85% | -0,43%       | -0,43% | -1,32% |
| AA                    | 54          | 1   | 1   | 5   | 3,70%                 | 1,92% | 1,92% | 22,41% | -0,31%       | -0,31% | -0,53% |
| A                     | 72          | 1   | 1   | 1   | 4,02%                 | 1,78% | 1,78% | 19,50% | -0,24%       | -0,24% | 0,18%  |
| BBB                   | 94          | 2   | 2   | 3   | 4,27%                 | 1,88% | 1,88% | 19,52% | -0,26%       | -0,26% | 0,42%  |
| <b>HY Corporates</b>  | 269         | 8   | 8   | 4   | 6,17%                 | 1,87% | 1,87% | 11,94% | -0,31%       | -0,31% | 1,68%  |
| BB                    | 158         | 6   | 6   | -18 | 4,84%                 | 2,22% | 2,22% | 10,89% | -0,24%       | -0,24% | 1,62%  |
| B                     | 329         | 13  | 13  | 18  | 7,05%                 | 1,50% | 1,50% | 10,88% | -0,26%       | -0,26% | 2,09%  |
| CCC                   | 1219        | 50  | 50  | 165 | 16,59%                | 4,08% | 4,08% | 19,72% | -0,59%       | -0,59% | 0,81%  |
| <b>Sectores</b>       |             |     |     |     |                       |       |       |        |              |        |        |
| IG Bancos             | 80          | 1   | 1   | 0   | 3,85%                 | 1,82% | 1,82% | 22,38% | -0,12%       | -0,12% | 0,32%  |
| IG Seguros            | 100         | 0   | 0   | 3   | 4,16%                 | 1,42% | 1,42% | 19,84% | -0,19%       | -0,19% | 0,00%  |
| IG REITS              | 98          | 3   | 3   | 6   | 4,11%                 | 2,32% | 2,32% | 19,79% | -0,34%       | -0,34% | -0,13% |
| IG Industrial         | 75          | 2   | 2   | 2   | 3,98%                 | 2,00% | 2,00% | 19,47% | -0,30%       | -0,30% | -0,06% |
| IG Utility            | 89          | 3   | 3   | 3   | 4,50%                 | 2,04% | 2,04% | 16,88% | -0,34%       | -0,34% | 0,26%  |
| IG Basic Industry     | 74          | 5   | 5   | -2  | 3,86%                 | 3,02% | 3,02% | 18,83% | -0,30%       | -0,30% | 0,20%  |
| IG Capital Goods      | 63          | 2   | 2   | 0   | 3,74%                 | 2,38% | 2,38% | 20,79% | -0,27%       | -0,27% | -0,10% |
| IG Telecomunicaciones | 84          | 2   | 2   | 5   | 4,01%                 | 2,17% | 2,17% | 20,79% | -0,31%       | -0,31% | -0,32% |
| IG Consumo Cíclico    | 85          | 3   | 3   | 3   | 3,94%                 | 2,22% | 2,22% | 21,69% | -0,25%       | -0,25% | 0,00%  |
| IG Autos              | 90          | 3   | 3   | 3   | 3,95%                 | 2,31% | 2,31% | 22,24% | -0,22%       | -0,22% | 0,20%  |
| IG Consumo No Cíclico | 66          | 2   | 2   | 0   | 3,82%                 | 2,04% | 2,04% | 19,18% | -0,31%       | -0,31% | -0,19% |
| IG Energía            | 82          | 3   | 3   | -2  | 3,96%                 | 2,36% | 2,36% | 19,36% | -0,31%       | -0,31% | 0,28%  |
| IG Tecnología         | 80          | 2   | 2   | 9   | 3,95%                 | 2,18% | 2,18% | 23,46% | -0,31%       | -0,31% | -0,82% |
| IG Transporte         | 76          | 2   | 2   | 3   | 3,87%                 | 2,26% | 2,26% | 20,90% | -0,27%       | -0,27% | -0,09% |
| <b>Pendiente</b>      |             |     |     |     |                       |       |       |        |              |        |        |
| IG 1-3yr              | 57          | 2   | 2   | -1  | 3,62%                 | 1,97% | 1,97% | 27,24% | -0,08%       | -0,08% | 1,09%  |
| IG 3-5yr              | 82          | 2   | 2   | 5   | 4,01%                 | 2,61% | 2,61% | 23,31% | -0,21%       | -0,21% | 0,34%  |
| IG 5-7yr              | 93          | 1   | 1   | 2   | 4,21%                 | 1,56% | 1,56% | 17,10% | -0,32%       | -0,32% | 0,02%  |
| IG 7-10yr             | 99          | 1   | 1   | 2   | 4,43%                 | 1,95% | 1,95% | 14,02% | -0,43%       | -0,43% | -0,39% |
| IG +10yr              | 99          | 1   | 1   | 5   | 5,30%                 | 1,36% | 1,36% | 11,06% | -0,56%       | -0,56% | -1,25% |

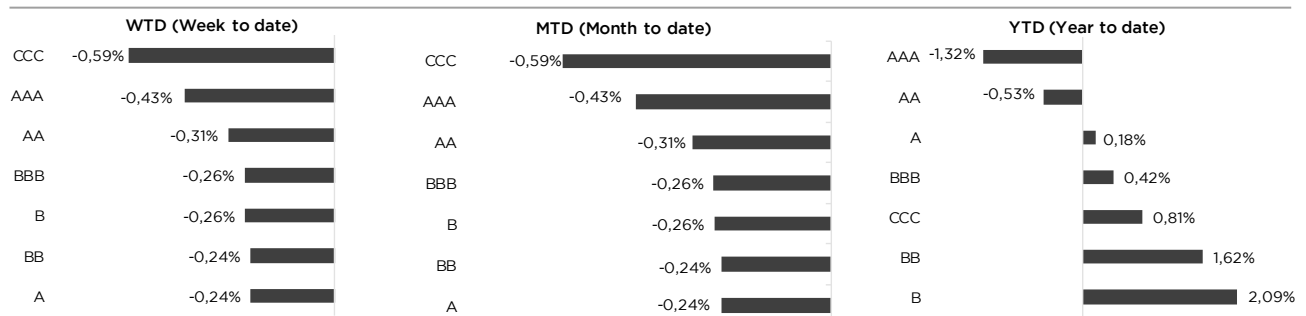
## Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

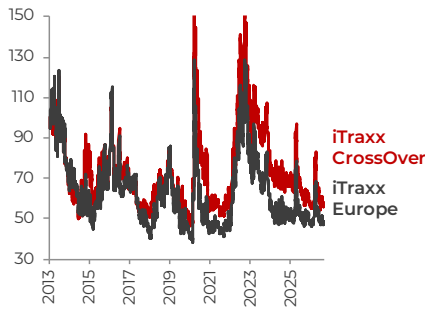


DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

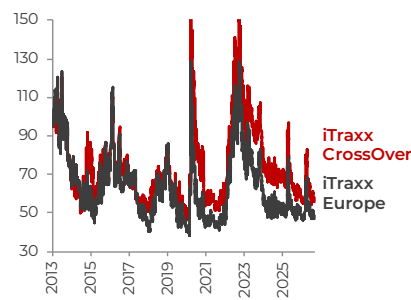
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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 |
|  |         |              |          |              |          |
|  |         |              |          |              |          |
|  |         |              |          |              |          |
|  |         |              |          |              |          |
|  |         |              |          |              |          |

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

## DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

**Silvia Verde (Directora de Análisis)**

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](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.