

## RESUMEN DE MERCADO

Lunes, 05 de octubre de 2026

### INDICE

#### RESUMEN DE MERCADO

##### MERCADOS GLOBALES

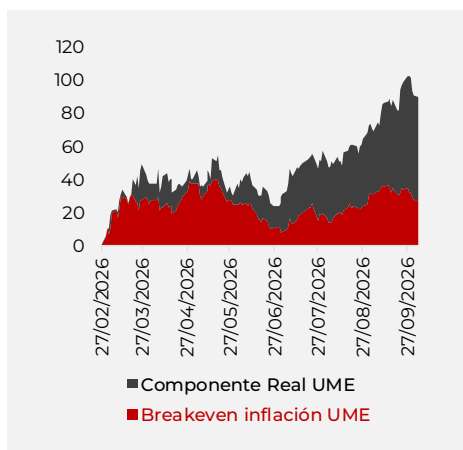
- Agenda crítica
- Mercados
- Política monetaria y liquidez

##### 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

GRÁFICO 1: El repunte de las TIRes está elevando significativamente el coste real de financiación

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



El mercado de renta fija ha prolongado durante las últimas semanas el fuerte tensionamiento de las rentabilidades, impulsado inicialmente por el encarecimiento de la energía y la revisión al alza de las expectativas de tipos de interés. Sin embargo, el movimiento ha ido adquiriendo una dimensión adicional: buena parte del aumento de las TIRes a largo plazo está viniendo de unas rentabilidades reales cada vez más elevadas, mientras las expectativas de inflación a largo plazo han mostrado una mayor estabilidad. A ello se ha sumado durante las últimas sesiones un deterioro significativo de los diferenciales soberanos europeos, especialmente en Francia, que comienza a extenderse a otros países de la Zona Euro.

La cuestión de fondo es hasta qué punto este aumento del coste real de financiación está justificado por una mejora de las perspectivas económicas y qué implicaciones puede tener para la sostenibilidad de la deuda soberana europea.

### El aumento de las TIRes va más allá de las expectativas de inflación

Durante la primera fase del shock energético, el tensionamiento de las curvas estuvo asociado principalmente al repunte de las expectativas de inflación y a la posibilidad de un endurecimiento monetario más prolongado. Sin embargo, posteriormente, las rentabilidades nominales han continuado aumentando pese a una mayor estabilidad de las expectativas de inflación a largo plazo, reflejando un incremento significativo de su componente real y de las primas por plazo.

Esta evolución resulta especialmente evidente en la Zona Euro, donde las TIRes reales calculadas a partir de los swaps de inflación han repuntado hasta niveles históricamente elevados (gráfico 1), encareciendo considerablemente el coste real de financiación.

La distinción es importante: una subida de los tipos reales no tiene necesariamente implicaciones negativas si viene acompañada de una mejora equivalente de las perspectivas de crecimiento, ya que una economía más dinámica puede absorber mayores costes de financiación. El problema aparece cuando el movimiento responde principalmente a mayores primas de riesgo o preocupaciones fiscales, sin una mejora comparable de la capacidad de crecimiento.

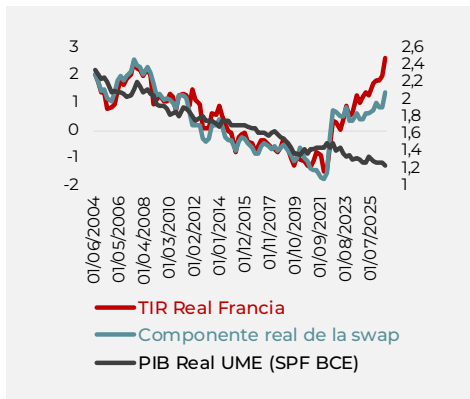
### Los tipos reales suben mucho más deprisa que las expectativas de crecimiento estructural

Hasta ahora, la evolución de la Zona Euro apunta precisamente a esta divergencia. Según la Encuesta a Profesionales del BCE, las previsiones de crecimiento a cinco años han tendido a

## RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 2: El repunte de los tipos reales no viene acompañado de una mejora del crecimiento estructural

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



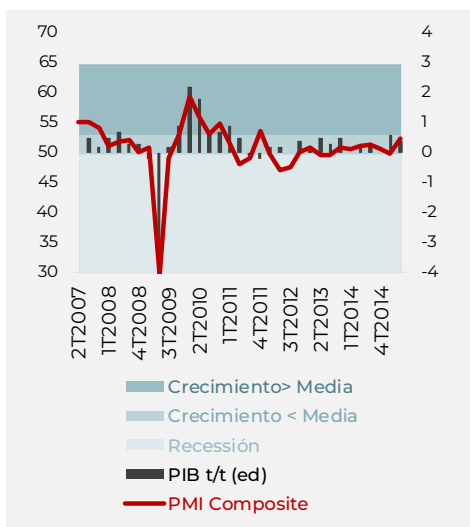
moderarse durante los últimos ejercicios, mientras las rentabilidades reales han avanzado hasta niveles históricamente elevados (gráfico 2).

Si el coste real del capital aumenta mientras la capacidad de crecimiento permanece prácticamente sin cambios, el endurecimiento de las condiciones financieras termina penalizando la inversión, el consumo y, progresivamente, la actividad. Sus implicaciones tampoco se limitan al sector privado: en economías con elevados niveles de deuda pública, un aumento persistente del coste de financiación sin una mejora equivalente del crecimiento nominal obliga a realizar un mayor esfuerzo fiscal para estabilizar la ratio de deuda sobre PIB.

Aunque este efecto es gradual, dado que el coste medio de la deuda se ajusta a medida que se refinancian las emisiones existentes, cuanto más tiempo permanezcan elevadas las rentabilidades, mayor será la presión sobre las cuentas públicas.

GRÁFICO 3: Los PMIs apuntan a una aceleración del crecimiento en el corto plazo

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



### Los PMIs confirman una mayor resistencia cíclica de la economía europea

Los últimos indicadores de actividad introducen, no obstante, un matiz importante. El PMI composite de septiembre sorprendió al alza, alcanzando 53,1 puntos, máximos desde abril de 2023 y un nivel compatible con un crecimiento trimestral próximo al 0,4%. La mejora fue generalizada y los registros definitivos confirmaron el buen comportamiento industrial, con un PMI manufacturero de 52,9 puntos (gráfico 3).

Estos datos sugieren que la economía europea está absorbiendo el shock energético y el endurecimiento monetario mejor de lo previsto, lo que explica en parte la revisión al alza de las expectativas de tipos del BCE. Sin embargo, esta mejora debe interpretarse fundamentalmente como una aceleración cíclica, no necesariamente como un aumento del crecimiento potencial, que requeriría avances más persistentes de la productividad y la inversión.

Precisamente, esta diferencia entre horizontes constituye uno de los principales riesgos para la renta fija: los buenos datos pueden seguir presionando las TIRes al alza en el corto plazo, pero, sin una mejora equivalente del crecimiento estructural, el propio aumento de los tipos reales terminará limitando la capacidad de la economía para absorber nuevas subidas.

### El tensionamiento es global, pero Europa dispone de un menor colchón de crecimiento

El aumento de las rentabilidades reales no es exclusivo de Europa. EEUU también ha registrado un repunte significativo,

## RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 4: El tensionamiento de los tipos reales es global, pero la capacidad para absorberlo no es la misma

Fuente: Bloomberg e Inverseguros

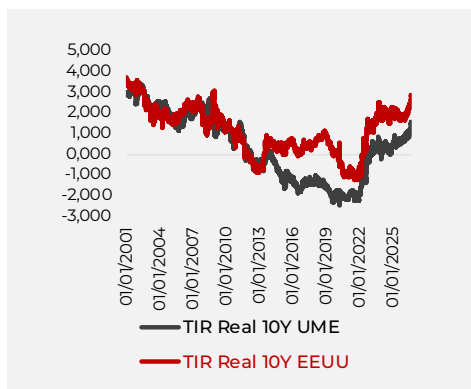
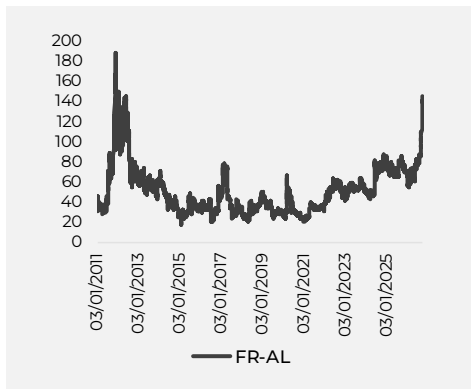


GRÁFICO 5: El tensionamiento de los tipos reales es global, pero la capacidad para absorberlo no es la misma

Fuente: Bloomberg e Inverseguros



aunque sus implicaciones no son necesariamente las mismas en ambas regiones (gráfico 4).

La principal diferencia reside en su capacidad de crecimiento. EEUU ha registrado durante los últimos años un avance real y nominal considerablemente superior al de la Zona Euro y mantiene unas perspectivas de crecimiento potencial más elevadas, lo que, en principio, le proporciona mayor margen para absorber unos costes reales de financiación altos.

En Europa, por el contrario, la combinación de un menor crecimiento estructural, elevados niveles de endeudamiento y mayores necesidades de inversión limita esa capacidad de absorción. Por tanto, un mismo nivel de tipos reales puede terminar generando efectos contractivos más rápidamente, haciendo cada vez más difícil sostener el actual tensionamiento sin consecuencias macroeconómicas.

### La deuda francesa evidencia los riesgos de un endurecimiento prolongado

Las tensiones registradas durante las últimas sesiones ilustran precisamente estos riesgos. Las nuevas ventas de deuda francesa han situado la TIR del OAT a diez años en el entorno del 5%, mientras su diferencial frente a Alemania ha alcanzado niveles no observados desde hace más de una década (gráfico 5). Además, el deterioro comienza a extenderse a otros soberanos europeos, con ampliaciones de los diferenciales de Italia, Bélgica y Grecia.

Especialmente significativo resulta que esta divergencia esté afectando también a los vencimientos cortos, que deberían mostrar un comportamiento relativamente homogéneo al estar condicionados por una misma política monetaria. El movimiento refleja que los inversores están exigiendo una mayor remuneración por los riesgos fiscales y de liquidez de determinados emisores, elevando el riesgo de una mayor fragmentación de las condiciones financieras dentro de la Zona Euro.

A ello se añaden las declaraciones de Nagel, recordando que las herramientas de intervención del BCE no están destinadas a defender niveles concretos de diferenciales soberanos, por lo que no puede asumirse una respuesta automática del banco central ante cualquier ampliación de las primas de riesgo.

Esta evolución refuerza la necesidad de diferenciar entre el atractivo del nivel absoluto de las TIRes y el riesgo asumido para obtenerlo. Seguimos considerando que empieza a aparecer valor en duración core, aunque no descartamos nuevos episodios de volatilidad. Una estabilización de la energía y de las expectativas monetarias favorecería una corrección de las TIRes, mientras que una prolongación del endurecimiento real terminaría aumentando el riesgo de deterioro

## RESUMEN DE **MERCADO**

---

macroeconómico. En ambos escenarios, mantenemos nuestra preferencia relativa por deuda de mayor calidad crediticia frente a los soberanos fiscalmente más vulnerables.

### Conclusiones

1. El reciente sell-off no se explica únicamente por la inflación. El aumento de las TIRes reales y de las primas por plazo está elevando significativamente el coste real de financiación.
2. Los PMIs confirman una mejora cíclica de la economía europea, pero esta todavía no se ha traducido en un aumento equivalente de las expectativas de crecimiento estructural que justifique el repunte de las rentabilidades reales.
3. Europa dispone de un menor colchón de crecimiento que EEUU para absorber unos tipos reales elevados, especialmente en aquellas economías con mayores niveles de endeudamiento.
4. Las tensiones sobre la deuda francesa evidencian los riesgos de este escenario, con una creciente diferenciación entre soberanos que podría derivar en una mayor fragmentación financiera.
5. Mantenemos nuestra preferencia por duración core. Aunque los buenos datos de actividad y la persistencia inflacionista pueden seguir presionando las TIRes a corto plazo, cuanto mayor sea el endurecimiento real sin una mejora estructural del crecimiento, menor será el recorrido sostenible del movimiento. Conviene priorizar la calidad crediticia frente a los emisores fiscalmente más vulnerables.

## MERCADOS GLOBALES

### AGENDA CRÍTICA

|                         | PAÍS        | EVENTO                                                                                                           |
|-------------------------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>2026</b>             |             |                                                                                                                  |
| 8/9 de octubre          | UME         | Reuniones del Eurogrupo/Ecofin                                                                                   |
| 12-18 de octubre        | Global      | Reuniones anuales FMI/Banco Mundial                                                                              |
| Antes del 15 de octubre | UME         | Fecha límite presupuestos UE 2027                                                                                |
| 15/16 de octubre        | UME         | Cumbre de Jefes de Estado o de Gobierno                                                                          |
| 28 de octubre           | EEUU        | Fed: Decisión de política monetaria                                                                              |
| 29 de octubre           | UME         | BCE: Decisión de política monetaria                                                                              |
| 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 | BoE: Decisión de política monetaria                                                                              |
| Mediados de noviembre   | UME         | Previsiones de otoño de la Comisión Europea                                                                      |
| 9 de diciembre          | EEUU        | FOMC: Decisión de política monetaria, incluidas las proyecciones económicas.                                     |
| 17 de diciembre         | Reino Unido | BoE: Decisión de política monetaria, incluidas las proyecciones del personal técnico.                            |
| 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  | 3,04   | 3,308  | 2,949          | 2,122  |
|             |          | 5 años  | 3,22   | 3,445  | 3,081          | 2,448  |
|             |          | 10 años | 3,459  | 3,643  | 3,339          | 2,855  |
|             | Francia  | 2 años  | 3,755  | 3,621  | 3,134          | 2,324  |
|             |          | 5 años  | 4,358  | 4,169  | 3,599          | 2,854  |
|             |          | 10 años | 4,92   | 4,77   | 4,196          | 3,564  |
|             | EEUU     | 2 años  | 4,8101 | 4,9305 | 4,3661         | 3,473  |
|             |          | 5 años  | 5,0482 | 5,0698 | 4,5448         | 3,7252 |
|             |          | 10 años | 5,275  | 5,2361 | 4,7821         | 4,167  |
| Periféricos | España   | 2 años  | 3,272  | 3,366  | 2,97           | 2,268  |
|             |          | 5 años  | 3,586  | 3,675  | 3,244          | 2,64   |
|             |          | 10 años | 4,111  | 4,146  | 3,771          | 3,288  |
|             | Irlanda  | 5 años  | 3,283  | 3,459  | 3,054          | 2,498  |
|             |          | 10 años | 3,604  | 3,745  | 3,46           | 3,014  |
|             | Italia   | 2 años  | 3,482  | 3,55   | 3,114          | 2,202  |
|             |          | 5 años  | 4,059  | 4,027  | 3,542          | 2,849  |
|             | Portugal | 10 años | 4,643  | 4,592  | 4,149          | 3,551  |
|             |          | 2 años  | 3,247  | 3,334  | 2,936          | 2,078  |
|             |          | 5 años  | 3,557  | 3,646  | 3,206          | 2,488  |
|             |          | 10 años | 3,991  | 4,039  | 3,668          | 3,15   |

#### SWAP SPREAD

| SWAP SPREAD |                | Último  | 5 días  | 1 mes   | Fin año pasado |         |
|-------------|----------------|---------|---------|---------|----------------|---------|
| Swap Spread | Alemania-Swap  | 2 años  | -35,755 | -25,675 | -26,43         | -14,3   |
|             |                | 5 años  | -271    | -19,355 | -20,49         | -12,5   |
|             |                | 10 años | -125    | -5,8    | -8,22          | -6,8    |
|             | EEUU- Swap     | 2 años  | 18,26   | 19,11   | 16,76          | 20,835  |
|             |                | 5 años  | 34      | 32,088  | 31,98          | 32,545  |
|             |                | 10 años | 45,965  | 41,835  | 42,93          | 43,75   |
| Curva Swap  | Curva Swap EUR | 2 años  | 3,39755 | 3,56475 | 3,2133         | 2,265   |
|             |                | 5 años  | 3,491   | 3,63855 | 3,2859         | 2,573   |
|             |                | 10 años | 3,584   | 3,701   | 3,4212         | 2,923   |
|             | Curva Swap USD | 2 años  | 4,6275  | 4,7394  | 4,1985         | 3,26465 |
|             |                | 5 años  | 4,7082  | 4,74892 | 4,225          | 3,39975 |
|             |                | 10 años | 4,81535 | 4,81775 | 4,3528         | 3,7295  |

#### DIFERENCIALES

|                   |                  | Último  | 5 días | 1 mes | Fin año pasado |      |
|-------------------|------------------|---------|--------|-------|----------------|------|
| Core              | Francia-Alemania | 2 años  | 71,5   | 31,3  | 18,5           | 20,2 |
|                   |                  | 5 años  | 113,8  | 72,4  | 51,8           | 40,6 |
|                   |                  | 10 años | 146,1  | 112,7 | 85,7           | 70,9 |
| España-Alemania   | 2 años           | 23,2    | 5,8    | 2,1   | 14,6           |      |
|                   | 5 años           | 36,6    | 23     | 16,3  | 19,2           |      |
|                   | 10 años          | 65,2    | 50,3   | 43,2  | 43,3           |      |
| Irlanda-Alemania  | 5 años           | 6,3     | 1,4    | -2,7  | 5              |      |
|                   | 10 años          | 14,5    | 10,2   | 12,1  | 15,9           |      |
| Italia-Alemania   | 2 años           | 44,2    | 24,2   | 16,5  | 8              |      |
|                   | 5 años           | 83,9    | 58,2   | 46,1  | 40,1           |      |
| Portugal-Alemania | 10 años          | 118,4   | 94,9   | 81    | 69,6           |      |
|                   | 2 años           | 20,7    | 2,6    | -1,3  | -4,4           |      |
|                   | 5 años           | 33,7    | 20,1   | 12,5  | 4              |      |
|                   | 10 años          | 53,2    | 39,6   | 32,9  | 29,5           |      |
| Alemania-EEUU     | 2 años           | -177,01 | -162,3 | -142  | -135,1         |      |
|                   | 5 años           | -182,82 | -162,5 | -146  | -127,72        |      |
|                   | 10 años          | -181,6  | -159,3 | -144  | -131,2         |      |
| España-Italia     | 2 años           | -21     | -18,4  | -14,4 | 6,6            |      |
|                   | 5 años           | -47,3   | -35,2  | -29,8 | -20,9          |      |
|                   | 10 años          | -53,2   | -44,6  | -37,8 | -26,3          |      |

#### PENDIENTES

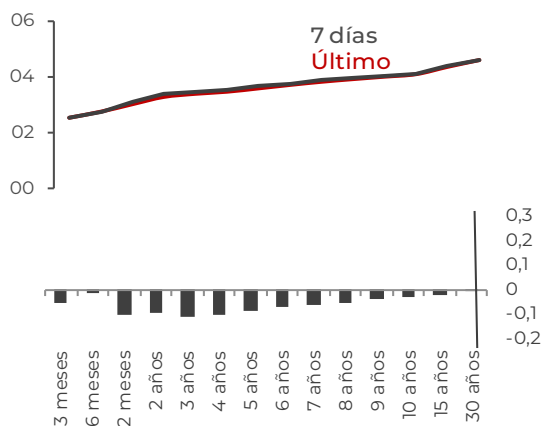
| PERIFÉRICOS |          | Último | 5 días | 1 mes | Fin año pasado |       |
|-------------|----------|--------|--------|-------|----------------|-------|
| Core        | Alemania | 2-5    | 18     | 13,7  | 13,2           | 32,6  |
|             | EEUU     | 5-10   | 23,9   | 19,8  | 25,8           | 40,7  |
|             |          | 2-10   | 41,9   | 33,5  | 39             | 73,3  |
|             |          | 2-5    | 23,81  | 13,93 | 17,87          | 25,22 |
|             |          | 5-10   | 22,68  | 16,63 | 23,73          | 44,18 |
|             |          | 2-10   | 46,49  | 30,56 | 41,6           | 69,4  |
| Periféricos | España   | 2-5    | 31,4   | 30,9  | 27,4           | 37,2  |
|             | Italia   | 5-10   | 52,5   | 47,1  | 52,7           | 64,8  |
|             |          | 2-10   | 83,9   | 78    | 80,1           | 102   |
|             |          | 2-5    | 57,7   | 47,7  | 42,8           | 64,7  |
|             |          | 5-10   | 58,4   | 56,5  | 60,7           | 70,2  |
|             |          | 2-10   | 116,1  | 104,2 | 103,5          | 134,9 |

#### FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

|             |                      | Último  | 5 días  | 1 mes   | Fin año pasado |
|-------------|----------------------|---------|---------|---------|----------------|
| Futuros     | Bund                 | 121,07  | 119,28  | 122,19  | 125,79         |
|             | T Bond               | 104,41  | 104,48  | 107,47  | 112,44         |
|             | Bono italiano        | 110,19  | 110,68  | 114,31  | 118,25         |
|             | Bono español         | 115,9   | 115,58  | 118,29  | 121,54         |
|             | Dólar / Euro         | 1,1213  | 1,1372  | 1,1629  | 1,1736         |
| Divisas     | Libra / Dólar        | 1,3226  | 1,3265  | 1,3547  | 1,3452         |
|             | Libra / Euro         | 1,1795  | 1,1664  | 1,1649  | 1,1462         |
|             | Yen / Dólar          | 157,9   | 157,31  | 154,3   | 156,83         |
|             | Yen / Euro           | 177,07  | 178,89  | 179,42  | 184,06         |
|             | Franco Suizo / Dólar | 0,829   | 0,8318  | 0,809   | 0,7934         |
|             | Franco Suizo / Euro  | 1,0756  | 1,0573  | 1,0629  | 1,0739         |
| Commodities | Brent                | 126,63  | 123,03  | 98,41   | 62,45          |
|             | West Texas           | 91,61   | 97,95   | 92,35   | 57,90          |
|             | Oro                  | 4.160,9 | 4.129,8 | 4.414,5 | 4.322,0        |
|             | Plata                | 61,58   | 61,17   | 66,37   | 71,30          |
|             | Platino              | 1.747,8 | 1.744,7 | 1.847,4 | 2.107,9        |

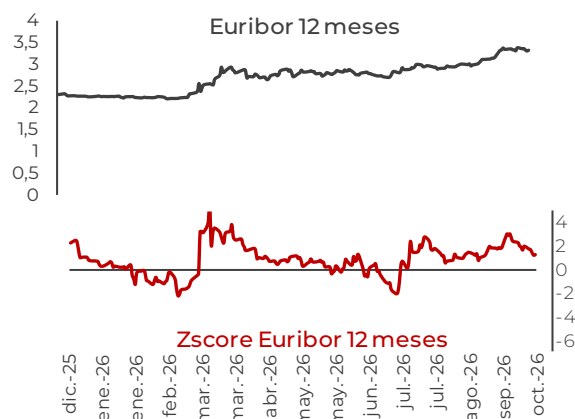
#### Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



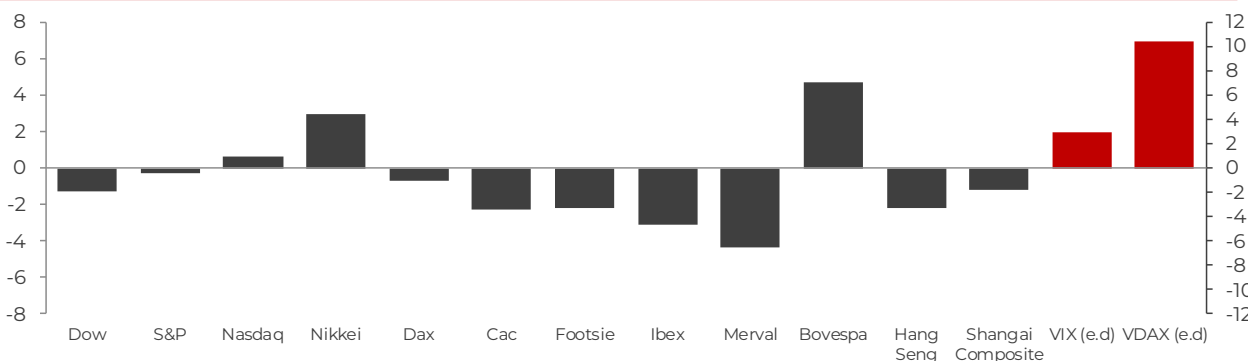
#### Evolución EURIBOR 12 meses.

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 €)                          | 21,9    | ↑ | 14,56   | 18,01   |
| LTRO (kMn €)                         | 8,90    | ↑ | 3,276   | 3,28    |
| Liquidez Total (kMn€)                | 2.297,1 | ↓ | 2.301,7 | 2.312,1 |
| Exceso Liquidez (kMn€)               | 2.121,0 | ↓ | 2.125,6 | 2.137,4 |
| Balance BCE (kMn€)                   | 5.897,3 | ↓ | 5.898,5 | 5.914,3 |
| <b>TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA</b> |         |   |         |         |
| €STR 3m (%)                          | 2,501   | ↓ | 2,524   | 2,450   |
| €STR 12m (%)                         | 3,383   | ↓ | 3,491   | 3,243   |
| Euribor 3m (%)                       | 2,598   | ↓ | 2,607   | 2,646   |
| Euribor 12m (%)                      | 3,323   | ↓ | 3,379   | 3,068   |

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

## Bancos Centrales. (%)

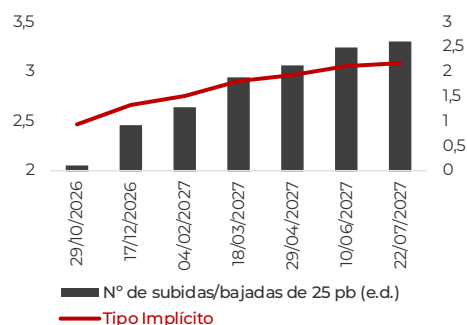
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

|                        | Último |   | -5D   | -30D |
|------------------------|--------|---|-------|------|
| <b>BCE</b>             |        |   |       |      |
| BCE Tipo General       | 2,65   | ↑ | 2,40  | 2,40 |
| BCE Tipo Depósito      | 2,5    | → | 2,5   | 2,3  |
| BCE Tipo Marginal      | 2,90   | ↑ | 2,65  | 2,65 |
| Eonia 1Y1Y             | 3,28   | ↓ | -0,25 | 0,18 |
| <b>Reserva Federal</b> |        |   |       |      |
| Fed Fund               | 4,00   | → | 4,00  | 3,75 |
| Fed Discount           | 4,00   | → | 4,00  | 3,75 |
| OIS 1Y1Y               | 4,81   | ↓ | -0,11 | 0,53 |

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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

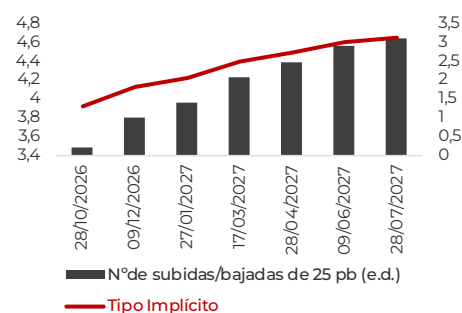
| Fecha reunión | Nº subidas/bajadas de 25 pb | Subidas/bajadas en % | Variación del Tipo implícito | Tipo Implícito |
|---------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
| 29/10/2026    | 0,112                       | 11,2                 | 0,028                        | 2,469          |
| 17/12/2026    | 0,929                       | 81,7                 | 0,232                        | 2,673          |
| 04/02/2027    | 1,289                       | 36                   | 0,322                        | 2,763          |
| 18/03/2027    | 1,894                       | 60,5                 | 0,474                        | 2,914          |
| 29/04/2027    | 2,137                       | 24,2                 | 0,534                        | 2,975          |
| 10/06/2027    | 2,503                       | 36,6                 | 0,626                        | 3,066          |



## 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 |
|---------------|-----------------------------|----------------------|------------------------------|----------------|
| 28/10/2026    | 0,205                       | 20,5                 | 0,051                        | 3,927          |
| 09/12/2026    | 1,008                       | 80,3                 | 0,252                        | 4,128          |
| 27/01/2027    | 1,385                       | 37,7                 | 0,346                        | 4,222          |
| 17/03/2027    | 2,086                       | 70,1                 | 0,521                        | 4,398          |
| 28/04/2027    | 2,485                       | 39,9                 | 0,621                        | 4,498          |
| 09/06/2027    | 2,921                       | 43,6                 | 0,73                         | 4,606          |
| 28/07/2027    | 3,105                       | 18,4                 | 0,776                        | 4,653          |





## 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   | <b>9-oct.-26</b> | <b>Moody's</b> | 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 |
| 11-sep.-26       | S&P            | 11-sep.-26 | DBRS    | 4-sep.-26  | Scope   | 11-sep.-26 | Fitch   | 7-ago.-26  | Scope   |
| 18-sep.-26       | Scope          | 23-oct.-26 | S&P     | 11-sep.-26 | Fitch   | 11-sep.-26 | S&P     | 14-ago.-26 | DBRS    |
| 25-sep.-26       | DBRS           | 30-oct.-26 | Fitch   | 25-sep.-26 | S&P     | 11-sep.-26 | Scope   | 16-oct.-26 | Fitch   |
| <b>9-oct.-26</b> | <b>Moody's</b> | 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 | 11-sep.-26 | Fitch   |
| 18-sep.-26 | DBRS    | 18-sep.-26 | Scope   | 18-sep.-26 | Scope   | 11-sep.-26 | DBRS    | 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   | <b>9-oct.-26</b> | <b>DBRS</b> | 7-ago.-26        | Moody's      | <b>9-oct.-26</b> | <b>DBRS</b> | 21-ago.-26   | Moody's |
| 14-ago.-26 | DBRS    | 16-oct.-26       | Moody's     | <b>9-oct.-26</b> | <b>Scope</b> | 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       | 11-sep.-26   | Scope   |
| 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 | 11-sep.-26       | Scope          | 12-jun.-26 | Scope   | 12-jun.-26 | Scope   | 16-oct.-26 | DBRS    |
| 28-ago.-26 | S&P     | <b>9-oct.-26</b> | <b>S&amp;P</b> | 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   |                  |                | 11-sep.-26 | Scope   | 11-sep.-26 | Scope   |            |         |
| 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

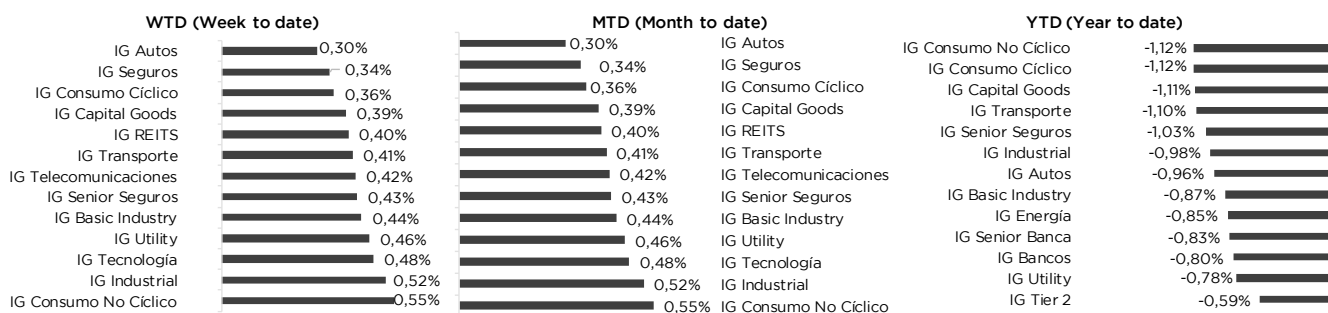
Comportamiento del crédito en EUR

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>  | 101         | 14  | 14  | 23  | 4,27%                 | -1,30% | -1,30% | 32,15% | 0,34%        | 0,34%  | -1,07% |
| AAA                   | 54          | 6   | 6   | 7   | 4,23%                 | -2,11% | -2,11% | 20,45% | 0,79%        | 0,79%  | -2,05% |
| AA                    | 66          | 8   | 8   | 16  | 4,00%                 | -1,83% | -1,83% | 32,46% | 0,73%        | 0,73%  | -1,16% |
| A                     | 90          | 12  | 12  | 20  | 4,35%                 | -1,26% | -1,26% | 29,54% | 0,48%        | 0,48%  | -0,78% |
| BBB                   | 115         | 14  | 14  | 24  | 4,65%                 | -0,67% | -0,67% | 30,07% | 0,40%        | 0,40%  | -0,61% |
| <b>HY Corporates</b>  | 331         | 48  | 48  | 66  | 6,93%                 | 4,23%  | 4,23%  | 25,91% | -0,78%       | -0,78% | -0,30% |
| BB                    | 215         | 39  | 39  | 39  | 5,60%                 | 3,90%  | 3,90%  | 28,32% | -0,53%       | -0,53% | -0,32% |
| B                     | 386         | 56  | 56  | 74  | 7,66%                 | 4,38%  | 4,38%  | 20,36% | -1,11%       | -1,11% | 0,14%  |
| CCC                   | 1.402       | 152 | 152 | 348 | 18,62%                | 8,29%  | 8,29%  | 34,42% | -2,41%       | -2,41% | -1,63% |
| <b>Sectores</b>       |             |     |     |     |                       |        |        |        |              |        |        |
| IG Bancos             | 105         | 16  | 16  | 25  | 4,25%                 | -0,88% | -0,88% | 35,31% | 0,22%        | 0,22%  | -0,80% |
| IG Seguros            | 122         | 14  | 14  | 26  | 4,54%                 | -1,23% | -1,23% | 30,72% | 0,34%        | 0,34%  | -1,38% |
| IG REITS              | 122         | 13  | 13  | 30  | 4,48%                 | -1,58% | -1,58% | 30,76% | 0,40%        | 0,40%  | -1,52% |
| IG Industrial         | 92          | 11  | 11  | 19  | 4,29%                 | -1,53% | -1,53% | 29,01% | 0,52%        | 0,52%  | -0,98% |
| IG Utility            | 106         | 13  | 13  | 20  | 4,86%                 | -0,15% | -0,15% | 26,12% | 0,46%        | 0,46%  | -0,78% |
| IG Basic Industry     | 92          | 12  | 12  | 15  | 4,18%                 | -1,94% | -1,94% | 28,64% | 0,44%        | 0,44%  | -0,87% |
| IG Capital Goods      | 80          | 12  | 12  | 18  | 4,05%                 | -1,86% | -1,86% | 30,75% | 0,39%        | 0,39%  | -1,11% |
| IG Telecomunicaciones | 101         | 12  | 12  | 22  | 4,32%                 | -1,51% | -1,51% | 30,33% | 0,42%        | 0,42%  | -1,44% |
| IG Consumo Cíclico    | 110         | 14  | 14  | 28  | 4,34%                 | -1,42% | -1,42% | 34,14% | 0,36%        | 0,36%  | -1,12% |
| IG Autos              | 121         | 15  | 15  | 34  | 4,41%                 | -1,12% | -1,12% | 36,62% | 0,30%        | 0,30%  | -0,96% |
| IG Consumo No Cíclico | 80          | 10  | 10  | 14  | 4,09%                 | -2,17% | -2,17% | 27,81% | 0,55%        | 0,55%  | -1,12% |
| IG Energía            | 102         | 16  | 16  | 17  | 4,32%                 | -0,57% | -0,57% | 30,12% | 0,26%        | 0,26%  | -0,85% |
| IG Tecnología         | 94          | 12  | 12  | 24  | 4,23%                 | -1,69% | -1,69% | 32,21% | 0,48%        | 0,48%  | -1,65% |
| IG Transporte         | 95          | 14  | 14  | 22  | 4,20%                 | -1,41% | -1,41% | 31,34% | 0,41%        | 0,41%  | -1,10% |
| <b>Pendiente</b>      |             |     |     |     |                       |        |        |        |              |        |        |
| IG 1-3yr              | 78          | 16  | 16  | 20  | 4,00%                 | -0,55% | -0,55% | 40,55% | 0,31%        | 0,31%  | 0,86%  |
| IG 3-5yr              | 103         | 14  | 14  | 26  | 4,39%                 | -1,49% | -1,49% | 34,93% | 0,43%        | 0,43%  | -0,56% |
| IG 5-7yr              | 112         | 12  | 12  | 21  | 4,57%                 | -1,20% | -1,20% | 27,15% | 0,52%        | 0,52%  | -1,33% |
| IG 7-10yr             | 117         | 11  | 11  | 20  | 4,77%                 | -0,68% | -0,68% | 22,89% | 0,55%        | 0,55%  | -2,13% |
| IG +10yr              | 109         | 7   | 7   | 15  | 5,52%                 | -0,50% | -0,50% | 15,74% | 0,80%        | 0,80%  | -2,58% |

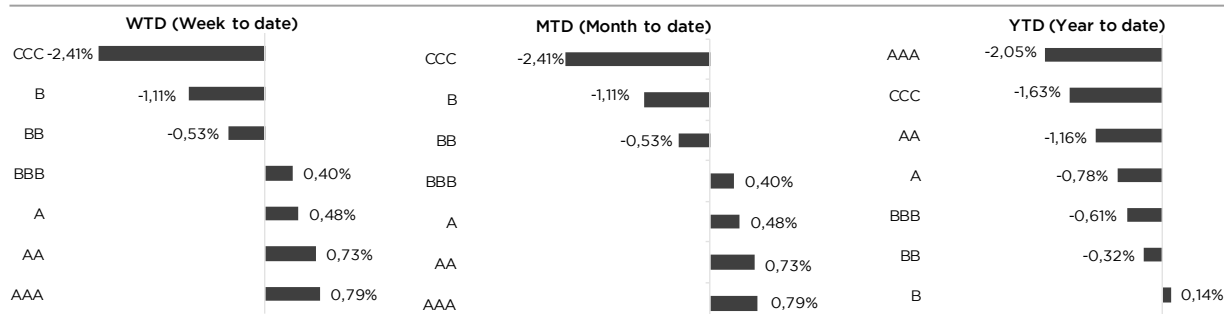
### Clasificación de peor a mejor comportamiento por Sectores (Total Return)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



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

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

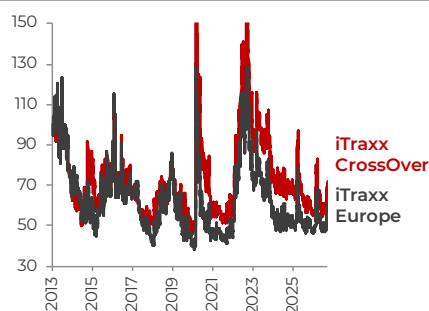


## DEUDA PRIVADA

### QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

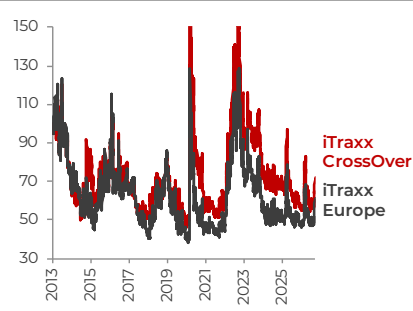
#### Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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 |
| LEG Immobilien SE           | Fitch   | <b>Baa1</b>  | <b>STBL</b> | Baa2         | -        |
| Tauron Polska Energia SA    | Fitch   | <b>BBB-</b>  | <b>STBL</b> | BBB-         | POS      |
| US Bancorp                  | Fitch   | <b>A</b>     | <b>STBL</b> | A+           | -        |
| Bank Gospodarstwa Krajowego | Moody's | <b>A3</b>    | <b>STBL</b> | A2           | -        |
| Digital Dutch Finco BV      | Moody's | <b>Baa1</b>  | <b>STBL</b> | Baa2         | -        |
| Mondi PLC                   | Moody's | <b>Baa2</b>  | <b>STBL</b> | Baa1         | -        |

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

Moody's afirma el rating a AXA Insurance (Aa2) y a Volkswagen Leasing (Baa2/STBL). Fitch afirma el outlook de Tesla en STBL (BBB)

## DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

**Silvia Verde (Directora de Análisis)**

sverde@inverseguros.es

**Patricia Rubio (Soporte Adtivo)**

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.