



SEMANAL RENTA FIJA RESUMEN DE MERCADO

lunes, 03 de diciembre de 2018

ÍNDICE

RESUMEN DE MERCADO

MERCADOS GLOBALES

- Agenda crítica
- Mercados
- Política monetaria y liquidez
- Análisis técnico

DEUDA

- Cambios de ratings de gobierno
- Estimaciones de flujos primarios de gobierno
- Valoración de curva / Zscore vs Swap
- Valoración de curva / Países
- Valoración de curva / Plazos
- CDS
- Qué ha pasado en deuda privada
- Cambios de ratings de deuda privada

GRÁFICO 1: Pendiente 10-2 de la curva de Treasuries la semana pasada

Fuente: Bloomberg

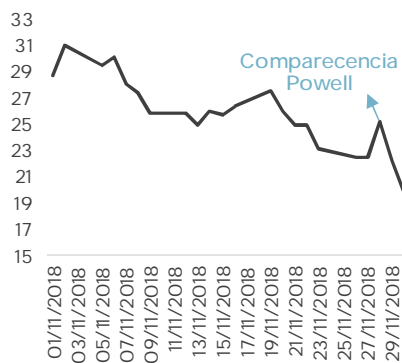
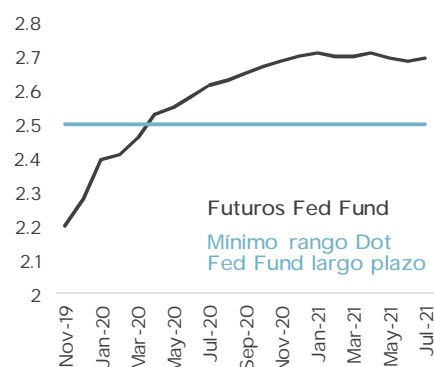


GRÁFICO 2: Expectativas de tipos vs rango mínimo Fed Fund I/p por los Dots

Fuente: Bloomberg



Uno de los principales acontecimientos de la semana pasada estuvo en la comparecencia de Powell del miércoles, donde el presidente de la Reserva Federal reconoció que los tipos estaban “justo por debajo” del rango de neutralidad en la economía estadounidense. Ello fue interpretado por el mercado como un cambio de sesgo, trasladando un re-pricing en lo que a las estimaciones de subidas de tipos se refiere. De esta manera, los futuros del Fed Fund ya sólo recogen dos acciones adicionales, lo que también se tradujo en un notable bull steepening en la curva de Treasuries, además de un respaldo importante para los activos de riesgo.

En este apartado del informe queremos valorar alguno de los puntos más relevantes de estas palabras, así como la visión que se puede manejar en lo que a la política monetaria de la Reserva Federal se refiere y, por supuesto, las potenciales implicaciones de la misma en el comportamiento de los activos financieros estadounidenses.

¿Se pueden interpretar estas palabras como un cambio de sesgo efectivo?

Si analizamos las palabras de Powell desde un punto de vista estrictamente literal, debemos decir que, en realidad, las mismas no trasladan un cambio del todo relevante. En este sentido, cabe destacar que en septiembre la Reserva Federal ya retiró de su comunicado oficial la parte en la que se planteaba que las condiciones monetarias estadounidenses eran expansivas. Además, a eso habría que añadirle que el Fed Fund actual (2.25%), ya se encuentra muy cerca de la parte baja del rango de estimaciones del Consejo para el tipo de interés a largo plazo de los Dots (2.50%). Por lo tanto, pensamos que las declaraciones del Presidente no hicieron más que constatar una situación que varios datos efectivos ya habían adelantado en el pasado.

Siguiendo con la comparecencia de Powell, de cara al mercado, probablemente lo más relevante estuvo en aquello que el Presidente no llegó a decir. Y es que, hasta la fecha, tanto en el comunicado oficial de la Autoridad Monetaria, como en las comparecencias de muchos de los miembros del Comité, el mensaje central pasaba por la necesidad de continuar con la política de subidas de tipos graduales, algo que se obvió la semana pasada. Adicionalmente, se llegó a subrayar la necesidad de gestionar los riesgos inherentes a las acciones del Consejo, lo que de manera indirecta también traslada un mensaje de prudencia creciente. Teniendo todo esto en consideración, se puede llegar a plantear que la Reserva Federal cada vez está más próxima de entrar en un escenario de valorar el contexto macro antes de realizar cualquier tipo de acción, el denominado “data dependent”.



RESUMEN DE MERCADO

GRÁFICO 3: Expectativas de tipos vs Rango Mínimo Fed Fund I/p por los Dots (Central Tendency)

Fuente: Bloomberg

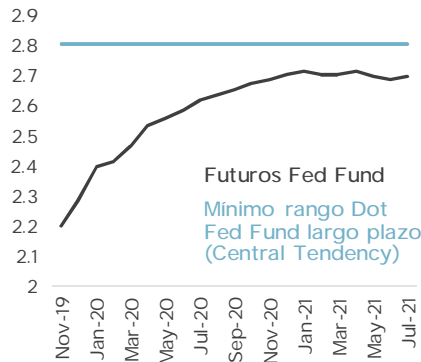


GRÁFICO 4: Tendencia de las ganancias medias por hora

Fuente: Bloomberg

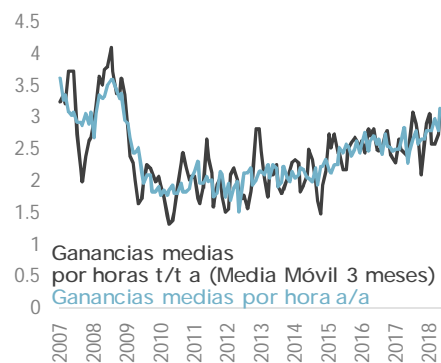
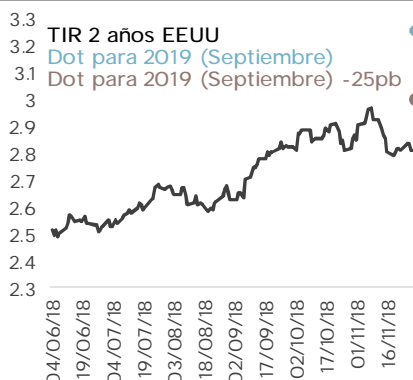


GRÁFICO 5: TIR 2 años vs Dots Fed 2019

Fuente: Bloomberg



¿Hay otros elementos que constatan este posicionamiento "data dependet"?

Uno de los documentos oficiales que constatan esta nueva aproximación, serían las actas de la última reunión del FOMC publicadas el jueves de la semana pasada. En las mismas, además de plantearse que una mayoría del Consejo favorecía una acción temprana, es decir en el mes de diciembre, también se observaba que una parte de los miembros empezaba a respaldar una aproximación algo más flexible en materia de tipos. En términos prácticos, ello supondría retirar del mismo que la Autoridad Monetaria favorece la estrategia de subidas graduales comentada anteriormente y que sigue imperando en estos momentos.

La duda radica en saber cuándo se puede producir este cambio en el lenguaje oficial. En este sentido, las declaraciones de Powell y la publicación de las actas del FOMC, abrirían la puerta al mes de diciembre, pero esto no tiene porqué ser así necesariamente. En este sentido, es importante recordar que, tras la subida de diciembre, el Fed Fund se situará en la parte baja del rango de estimación del tipo de interés a largo plazo del Consejo (2.5%-3.5%), pero este último nivel tan sólo trasladaría el "sentir" de la parte más dovish del Consejo. De hecho, el mínimo del rango de la tendencia central (el que elimina las tres estimaciones más agresivas por los dos lados del mismo) se sitúa en el 2.8% y la media de la horquilla rondaría el 3.0%, lo que todavía ofrecería un margen de entre 25 y 50 puntos básicos hasta alcanzar la zona de neutralidad.

¿Se pueden seguir esperando subidas de tipos por parte de la Fed?

El reconocimiento de que las palabras de Powell y la publicación de las actas del último FOMC pueden llegar a tener un sesgo relajado, no impide que las expectativas respecto a la política monetaria de la Autoridad sigan pasando por las subidas de tipos. Esto se fundamenta en dos ideas básicas:

- 1) Los Dots de la Fed de septiembre, donde el comunicado oficial ya defendía que las condiciones monetarias no eran expansivas, seguían planteando un contexto de una acción adicional en 2018 y tres más de 2019.
- 2) Incluso asumiendo que el posicionamiento del Consejo de diciembre certifique el final del piloto automático, hay que tener presente que el contexto macroeconómico estadounidense sigue siendo sólido y compatible con nuevas subidas de tipos. En este sentido, seguimos esperando que la tendencia al alza de los salarios derivada de un tensionamiento del mercado laboral relevante, siga abriendo esta vía (ver gráfico 4).

Este elemento es importante, ya que ofrece un cierto margen de tensionamiento respecto a las rentabilidades actuales, especialmente en el tramo corto de la misma. Y es que un 2 años en el entorno del 2.80% se nos antoja un tanto bajo, en la medida que apenas pone en precio dos acciones adicionales por parte de



RESUMEN DE MERCADO

la Fed (la de diciembre y otra adicional). Es decir, incluso asumiendo que el Comité rebajase sus Dots para el año que viene, planteando dos incrementos en lugar de tres, todavía habría un margen de tensionamiento hasta, por lo menos, el 3.0%.

También es relevante comentar que esta perspectiva de aumento de TIRes que podemos llegar a manejar en estos momentos, no excluye la estrategia más estructural de compra de Treasuries que defendimos en la presentación de nuestras previsiones para 2019. Y es que dicha oportunidad empezaba a tener sentido a partir de niveles por encima del 3.0% en el tramo corto, siendo esta una situación que se aleja sensiblemente del contexto actual. De igual manera, tampoco elimina el riesgo de ver una pendiente cada vez más plana, incluso invertida a lo largo de los próximos meses, con las implicaciones potencialmente negativas que esta situación podría llegar a acarrear para la estabilidad de los mercados, y más concretamente los activos de riesgo.

Conclusiones

- 1) Si bien es cierto que la comparecencia de Powell y la publicación de las últimas actas del FOMC trasladaron un sesgo algo más relejado, el mensaje no puede definirse como una completa novedad.
- 2) Es probable que se retire el piloto automático de subidas de tipos, pero ello no quiere decir que no se vayan a realizar subidas.
- 3) Incluso es planteable un escenario en el que un nuevo cambio en el Forward Guidance se retrase un poco más allá de la reunión de diciembre.
- 4) Bajo este escenario encontramos valor en la toma de posiciones cortas en un 2 años en niveles del 2.80%, con objetivo de llegada en el 3.0%.
- 5) Esta recomendación no sería incompatible con el posicionamiento de compra de Treasuries que defendíamos en la presentación de nuestras previsiones para el 2019, ya que este último empezaba a tener sentido con rentabilidades en el 2 años por encima del 3.0%.



SEMANTAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

FECHA	PAÍS	EVENTO
3 y 4 de diciembre	UME	Celebración de Eurogrupo y Ecofin respectivamente
4 de diciembre	Reino Unido	Comparecencia de Carney (BoE) ante el Parlamento Británico
5 de diciembre	EEUU	Powell testificará sobre las perspectivas de la economía ante el Comité Económico del Congreso
6-8 de diciembre	Alemania	Congreso del CDU y elección del líder del partido
11 de diciembre	Reino Unido	Parlamento británico se reúne para discutir el acuerdo del Brexit
13 de diciembre	UME	Anuncio de tipos BCE publicación de proyecciones y comparecencia de Draghi
13-14 de diciembre	Reino Unido	Reunión de líderes de estado y de gobierno de la Unión Europea para tratar el tema Brexit
19 de diciembre	EEUU	Anuncio de tipos Fed, publicación de proyecciones y comparecencia de Powell
20 de diciembre	Reino Unido	Anuncio de tipos del BoE
31 de diciembre	UME	Finalización del programa de compras de activos del BCE
31 de diciembre	Italia	Fecha límite para el Parlamento y Senado italiano para aprobar presupuestos 2019
2019		
24 de enero	UME	Anuncio de tipos BCE y posterior comparecencia de Draghi
Mitad Febrero	EEUU	Comparecencia bialual de Powell ante el Congreso
7 de marzo	UME	Anuncio de tipos BCE y posterior comparecencia de Draghi con publicación de proyecciones macro
20 de marzo	EEUU	Anuncio tipos Fed + Comparecencia Powell + Proyecciones económicas
31 de marzo	Reino Unido	Brexit: salida de Reino Unido de la UE después de dos años de negociaciones.



SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

MERCADOS

RENTABILIDADES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2 años	-0.587	-0.57	-0.615	-0.627
		5 años	-0.261	-0.222	-0.173	-0.202
		10 años	0.321	0.361	0.428	0.427
	Francia	2 años	-0.455	-0.436	-0.425	-0.466
		5 años	0.03	0.071	0.115	0.002
		10 años	0.697	0.739	0.785	0.785
	EEUU	2 años	2.8333	2.8302	2.9034	1.883
		5 años	2.8648	2.885	3.033	2.2064
		10 años	3.030	3.0535	3.2121	2.4054
Periféricos	España	2 años	-0.17	-0.157	-0.132	-0.347
		5 años	0.448	0.504	0.553	0.396
		10 años	1.493	1.562	1.573	1.567
	Irlanda	2 años	-0.476	-0.472	-0.459	-0.487
		5 años	-0.057	0.007	0.001	0.052
		10 años	0.717	0.832	0.863	-0.254
	Italia	2 años	2.175	2.383	2.302	0.749
		5 años	3.152	3.269	3.321	2.016
		10 años	-0.228	-0.185	-0.138	-0.103
Portugal	2 años	0.587	0.681	0.691	0.436	
	5 años	1.807	1.886	1.884	1.943	
	10 años					

DIFERENCIALES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Francia-Alemania	2 años	13.2	13.4	19	16.1
		5 años	29.1	29.3	28.8	20.4
		10 años	37.6	37.8	35.7	35.8
Periféricos vs Alemania	España-Alemania	2 años	41.7	41.3	48.3	28
		5 años	70.9	72.6	72.6	59.8
		10 años	117.2	120	115	114
Periféricos vs Alemania	Irlanda-Alemania	2 años	11.1	9.8	15.6	14
		5 años	20.4	22.9	17.2	25.4
		10 años	130.4	140	148	37.3
Periféricos vs Alemania	Italia-Alemania	2 años	243.6	261	248	95.1
		5 años	283.1	291	289	158.9
		10 años	148.6	153	146	151.6
Periféricos vs Alemania	Portugal-Alemania	2 años	35.9	38.5	47.7	52.4
		5 años	84.8	90.3	86.4	63.8
		10 años	-34.2	-34.0	-35.2	-25.1
Otros	Alemania-EEUU	2 años	-313	-311	-321	-240.8
		5 años	-271	-269	-278	-197.8
		10 años	-88.7	-98.9	-99.5	-9.3
Otros	España-Italia	2 años	-173	-188	-175	-35.3
		5 años	-166	-171	-175	-44.9
		10 años				

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

	Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Futuros	Bund	161.33	160.74	159.63	156.44
	T Bond	119.28	119.14	118.05	124.05
	Bono italiano	125.17	123.79	122.7	130.76
	Bono español	136.55	136.53	136.53	142.09
Divisas	Dólar / Euro	1.1346	1.1328	1.1407	1.2005
	Libra / Dólar	1.2728	1.2827	1.3041	1.3513
	Libra / Euro	1.1218	1.1312	1.1431	1.126
	Yen / Dólar	113.5	113.58	113.19	112.69
	Yen / Euro	128.77	128.67	129.12	135.28
	Franco Suizo / Dólar	0.9985	0.9983	1.0045	0.9743
Commodities	Franco Suizo / Euro	0.8826	0.8841	0.8727	0.8549
	Brent	61.21	60.00	71.97	66.82
	West Texas	43.33	43.37	60.68	60.97
	Oro	1,230.9	1,222.4	1,233.0	1,303.1
Commodities	Plata	14.40	14.23	14.75	16.94
	Platino	811.6	847.8	875.7	948.9

SWAP SPREAD

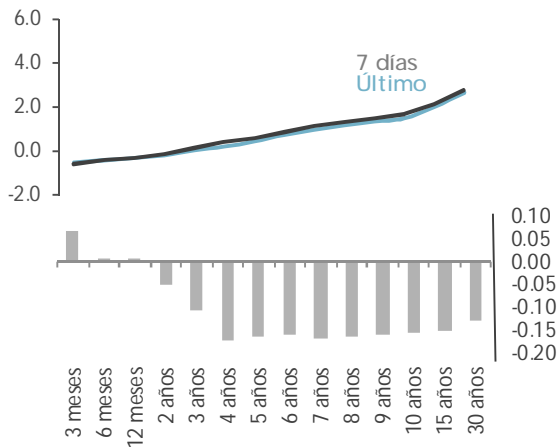
		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-44.08	-43.1	-48.96	-47.7
		5 años	-54.4	-52.6	-53.3	-51.5
		10 años	-56.5	-54.8	-54.6	-45.95
	EEUU- Swap	2 años	-17.3	-17.88	-19.98	-19.5
		5 años	-14.27	-14.32	-13.74	-3.73
		10 años	-5.53	-6.02	-5.1	0.74
Curva Swap	Curva Swap EUR	2 años	-0.1462	-0.139	-0.1254	-0.15
		5 años	0.283	0.304	0.36	0.313
		10 años	0.886	0.909	0.974	0.8865
Curva Swap	Curva Swap USD	2 años	3.0063	3.009	3.1032	2.078
		5 años	3.0075	3.0282	3.1704	2.2437
		10 años	3.085	3.1137	3.2631	2.398

PENDIENTES

		Último	5 días	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2-5	32.6	34.8	44.2	42.5
		5-10	58.2	58.3	60.1	62.9
		2-10	90.8	93.1	104	105.4
Core	EEUU	2-5	3.15	5.48	13	32.34
		5-10	16.49	16.9	17.9	19.9
		2-10	19.64	22.3	30.9	52.24
Periféricos	España	2-5	61.8	66.1	68.5	74.3
		5-10	104.5	106	102	117.1
		2-10	166.3	172	171	191.4
Periféricos	Italia	2-5	145.8	155	144	100.3
		5-10	97.7	88.6	102	126.7
		2-10	243.5	244	246	227

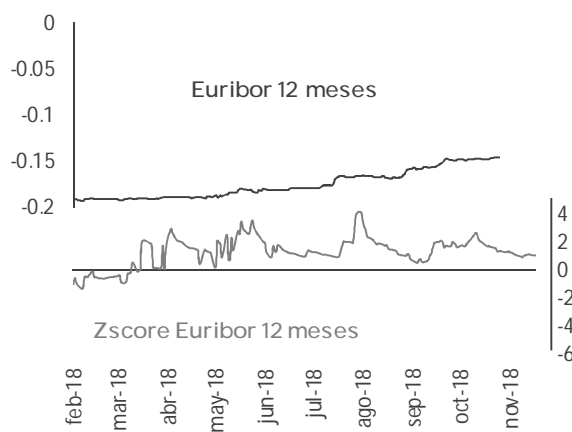
Curva de Tipos España.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



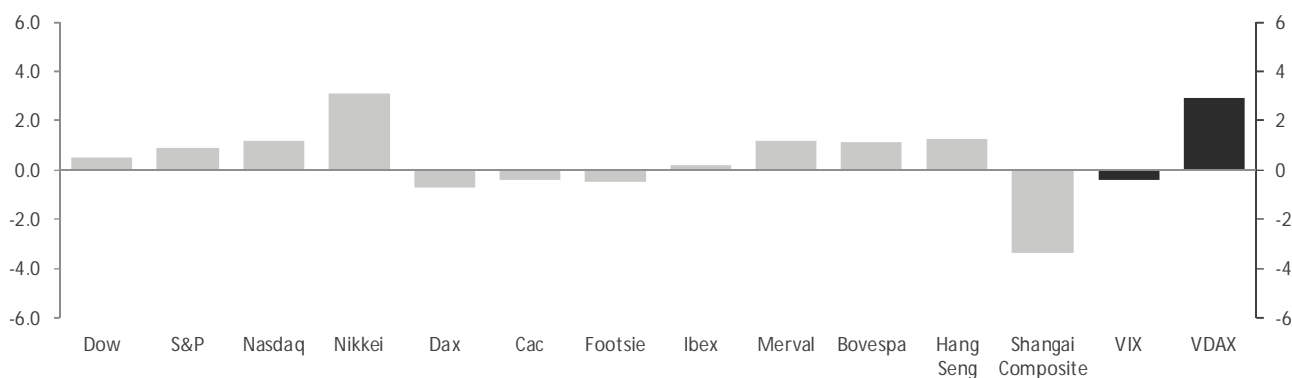
Evolución EURIBOR 12 meses.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Bolsas Mundiales (Últimas semanas).

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



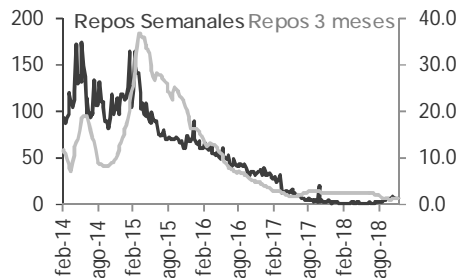


SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

POLÍTICA MONETARIA Y LIQUIDEZ

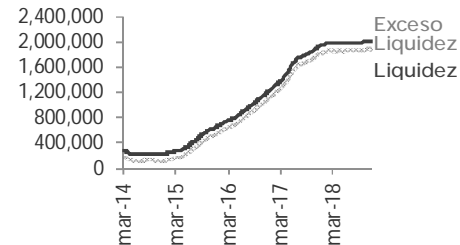
Repos BCE. Miles Millones Euros.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



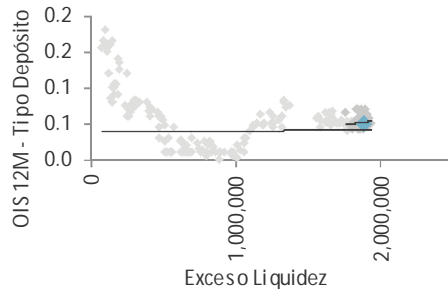
Liquidez Eurosistema. Millones Euros.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Liquidez vs Tipos. Millones Euros

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



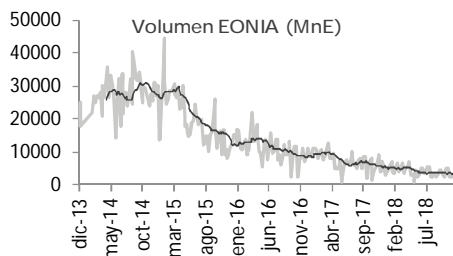
Bancos Centrales. (%)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último	-5D	-30D
BCE			
BCE Tipo General	0.00 →	0.00	0
BCE Tipo Depósito	-0.4 →	-0.4	-0.4
BCE Tipo Marginal	0.25 →	0.25	0.25
Eonia 1Y1Y	-0.18 ↓	-0.02	-0.04
Reserva Federal			
Fed Fund	2.25 →	2.25	2.25
Fed Discount	2.75 →	2.75	2.75
OIS 1Y1Y	2.75 ↓	-0.01	-0.18

Mercado EONIA. Millones Euros

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Evolución Condiciones Liquidez Euro Zona.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.

	Último		-5D	-30D
CONDICIONES LIQUIDEZ EUROZONA				
MRO (kMn €)	6.5	↑	6.35	7.68
Liquidez Total (kMn€)	2,007.3	↑	1,982.1	1,970.4
Exceso Liquidez (kMn€)	1,880.6	↑	1,855.3	1,843.8
Balance BCE (kMn€)	4,646.9	↑	4,638.3	4,619.7
TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA				
EONIA (%)	-0.349	↑	-0.362	-0.366
EONIA 3m (%)	-0.357	→	-0.357	-0.358
EONIA 12m (%)	-0.349	↓	-0.346	-0.349
Euribor 3m (%)	-0.316	→	-0.316	-0.318
Euribor 12m (%)	-0.146	↑	-0.147	-0.149
Volumen EONIA (Mn €)	1,967	↓	2,636	4,014



SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

ANÁLISIS TÉCNICO

BUND RESISTENCIAS: 161.39/161.58/162.00 SOPORTES: 160.86/160.58/160.49



El Bund ha mantenido una tendencia alcista durante gran parte del mes de noviembre, delimitada por el canal descrito en el gráfico adjunto. En la apertura de hoy, la referencia se ha situado por debajo del 161.19, nivel que habrá que vigilar en los próximos días. De recuperar el canal anteriormente comentado, el siguiente nivel a tener en cuenta sería el 161.39, coincidente con el último máximo reciente.

TIR 10 años EEUU RESISTENCIAS: 3.041/3.068/3.078 SOPORTES: 3.009/2.956/2.900



Después de la fuerte corrección bajista experimentada por la referencia en las últimas semanas, la TIR estadounidense a 10 años volvió a situarse por debajo del nivel del 3.000%. Sin embargo, en la apertura de hoy, ha vuelto a recuperar dicha referencia rompiendo al alza la línea de tendencia. De confirmar dicha ruptura la siguiente referencia al alza sería el 3.068%.

Futuro IK RESISTENCIAS: 125.50/ 126.32/126.58 SOPORTES: 124.09/ 122.98/ 122.74



El futuro del 10 años italiano sigue manteniendo su tendencia alcista, estando cerca de la parte alta del canal bajista que comenzó a mediados de junio de este año. Será por lo tanto relevante vigilar el 125.50, que coincide con la parte alta del canal mencionado anteriormente.



SEMANTAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

CAMBIOS DE RATINGS DE GOBIERNOS

	S&P		Moody's		Fitch	
	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama

Entre paréntesis se muestra el dato antes del cambio o la fecha del último cambio

En **GRIS** modificación negativa, en **AZUL** positiva, en **MARRÓN** sin calificación anterior

ESTIMACIONES DE FLUJOS PRIMARIOS DE GOBIERNO

UME

VENCIMIENTOS Y CUPONES ZONA EURO

LETRAS		BONOS	
País	Vencimientos	País	Cupones Vencimientos
Francia	2,175	Italia	1,654 18,764
Alemania	7,000	Portugal	7
Grecia	3,000		
España	6,447		

EMISIONES ZONA EURO

LETRAS				BONOS			
Fecha	País	Plazo	Emisión	Fecha	País	Plazo	Emisión
3-dic-18	Holanda	2 meses	2,000	5-dic-18	España*	oct-21	800
3-dic-18	Holanda	6 meses	2,000	5-dic-18	España*	jul-23	1,500
3-dic-18	Alemania	6 meses	2,000	5-dic-18	España*	jul-28	1,300
3-dic-18	Francia	3 meses	2,800	5-dic-18	Letonia	nov-23	1,000
3-dic-18	Francia	6 meses	1,000	6-dic-18	Francia	may-23	1,000
3-dic-18	Francia	12 meses	800	6-dic-18	Francia	may-25	1,000
4-dic-18	España*	6 meses	600	6-dic-18	Francia	abr-26	1,000
4-dic-18	España*	12 meses	3,800	6-dic-18	Francia	nov-26	1,000
4-dic-18	Bélgica*	3 meses	1,500				
4-dic-18	ESM	3 meses	2,000				
5-dic-18	Grecia	6 meses	6,000				

TOTAL 18,622 TOTAL 1,661 18,764

TOTAL 24,500 TOTAL 8,600

SALDO EMISOR	LETRAS	BONOS
	5,878	-11,825

Millones EUR / *Volumen de emisión y referencias estimados.

EEUU

VENCIMIENTO Y CUPONES EEUU

LETRAS		BONOS	
País	Vencimientos	País	Cupones Vencimientos
EEUU	160,004		

EMISIONES EEUU

LETRAS			BONOS		
Fecha	Plazo	Emisión	Fecha	Plazo	Emisión
3-dic-18	3 meses	39,000			
3-dic-18	6 meses	36,000			
4-dic-18	12 meses	26,000			

TOTAL 160,004 TOTAL 0 0

TOTAL 101,000 TOTAL

SALDO EMISOR	LETRAS	BONOS
	-59,004	0

Millones USD

VALORACIÓN DE CURVA / ZSCORE VS SWAP

Menor Z-score

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	0.1	15/04/2019	-2.31
	PO	4.8	15/06/2020	-2.11
	IT	5.5	01/11/2022	-2.05
	IT	4.25	01/03/2020	-2.03
	IT	5.5	01/09/2022	-2.02
	IT	4.5	01/02/2020	-1.95
	IT	4.75	01/08/2023	-1.93
	IT	9	01/11/2023	-1.93
	IT	4.5	01/05/2023	-1.93
	IT	4	01/09/2020	-1.92

Mayor Z-score

	País	Cupón	Vto.	Z-score
COMPRA	GE	0	14/06/2019	1.99
	FR	0.5	25/11/2019	1.86
	NE	3.5	15/07/2020	1.75
	GE	3.25	04/01/2020	1.69
	GE	0	13/12/2019	1.68
	GE	0	17/04/2020	1.65
	NE	0.25	15/01/2020	1.60
	SP	4.3	31/10/2019	1.56
	BE	2.25	22/06/2023	1.52
	FR	1	25/05/2019	1.44

Las tablas reflejan cuántas desviaciones típicas está alejado el swap spread del bono de su promedio de los últimos treinta días. Atendiendo a un proceso de reversión a la media, las referencias con un resultado positivo están caras y las de resultado negativo están baratas. En negrita aparecen los activos con desviaciones superiores e inferiores a 1.5 y -1.5 respectivamente.



SEMANAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

VALORACIÓN DE CURVA / PAÍSES

Alemania

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	GE	1.25	15/08/2048	-0.99
	GE	0.5	15/02/2025	-0.90
	GE	1.75	15/02/2024	-0.84
	GE	3.5	04/07/2019	-0.70
	GE	1	15/08/2024	-0.68
	GE	2.5	15/08/2046	-0.66
	GE	1	15/08/2025	-0.65
	GE	0.5	15/02/2026	-0.60
	GE	1.5	15/05/2024	-0.55
	GE	6.5	04/07/2027	-0.54
	GE	6.25	04/01/2024	-0.54
	GE	2.5	04/07/2044	-0.53
	GE	0.25	15/02/2027	-0.51
	GE	0	15/08/2026	-0.51
	GE	3.25	04/07/2042	-0.43
	GE	5.625	04/01/2028	-0.43
	GE	0.5	15/08/2027	-0.28
GE	4.75	04/07/2028	-0.28	
GE	4.75	04/07/2034	-0.28	
GE	0.5	15/02/2028	-0.28	

COMPRA	GE	0	14/06/2019	1.99
	GE	3.25	04/01/2020	1.69
	GE	0	13/12/2019	1.68
	GE	0	17/04/2020	1.65
	GE	0.25	16/10/2020	1.26
	GE	2.5	04/01/2021	1.24
	GE	2.25	04/09/2021	1.24
	GE	0	08/10/2021	1.22
	GE	3.25	04/07/2021	1.15
	GE	3	04/07/2020	1.12
	GE	2	04/01/2022	1.07
	GE	2.25	04/09/2020	1.07
	GE	0	13/09/2019	1.01
	GE	1.5	04/09/2022	1.00
	GE	1.75	04/07/2022	0.97
	GE	0	09/04/2021	0.95
	GE	0	07/10/2022	0.85
GE	1	22/02/2019	0.83	
GE	1.5	15/02/2023	0.83	
GE	0	08/04/2022	0.67	

España

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	SP	4	31/10/2064	-1.20
	SP	0.45	31/10/2022	-1.18
	SP	5.4	31/01/2023	-1.15
	SP	4.4	31/10/2023	-1.14
	SP	4.8	31/01/2024	-1.04
	SP	3.82	31/01/2022	-1.01
	SP	0.4	30/04/2022	-1.00
	SP	3.8	30/04/2024	-0.95
	SP	4.65	30/07/2025	-0.91
	SP	5.9	30/07/2026	-0.90
	SP	1.95	30/04/2026	-0.90
	SP	2.15	31/10/2025	-0.90
	SP	1.6	30/04/2025	-0.89
	SP	1.3	31/10/2026	-0.89
	SP	5.15	31/10/2028	-0.88
	SP	1.5	30/04/2027	-0.86
	SP	5.85	31/01/2022	-0.86
SP	1.95	30/07/2030	-0.85	
SP	6	31/01/2029	-0.85	
SP	2.75	31/10/2024	-0.83	

COMPRA	SP	4.3	31/10/2019	1.56
	SP	4.6	30/07/2019	1.20
	SP	1.4	31/01/2020	0.78
	SP	4	30/04/2020	0.37

Francia

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	FR	0	25/02/2019	-1.61
	FR	0.5	25/05/2026	-1.03
	FR	0.25	25/11/2020	-0.98
	FR	6	25/10/2025	-0.86
	FR	3.5	25/04/2026	-0.79
	FR	2.25	25/05/2024	-0.65
	FR	0.25	25/11/2026	-0.62
	FR	2.5	25/10/2020	-0.60
	FR	2.75	25/10/2027	-0.43
	FR	1	25/11/2025	-0.42
	FR	5.5	25/04/2029	-0.40
	FR	0.75	25/05/2028	-0.36
	FR	1.75	25/11/2024	-0.31
	FR	1	25/05/2027	-0.28
	FR	8.25	25/04/2022	-0.28
	FR	0.5	25/05/2025	-0.27
	FR	4.25	25/10/2023	-0.19
FR	8.5	25/04/2023	-0.10	
FR	1.5	25/05/2031	-0.09	
FR	2.5	25/05/2030	-0.05	

COMPRA	FR	0.5	25/11/2019	1.86
	FR	1	25/05/2019	1.44
	FR	3.75	25/10/2019	1.42
	FR	0	25/05/2022	1.19
	FR	8.5	25/10/2019	1.13
	FR	0	25/03/2023	1.05
	FR	0	25/02/2020	0.92
	FR	3	25/04/2022	0.81
	FR	3.25	25/05/2045	0.65
	FR	4.5	25/04/2041	0.61
	FR	2	25/05/2048	0.60
	FR	0	25/05/2021	0.57
	FR	1.25	25/05/2036	0.55
	FR	4	25/10/2038	0.54
	FR	0	25/05/2020	0.54
	FR	4.75	25/04/2035	0.49
	FR	4	25/04/2055	0.48
FR	1.75	25/06/2039	0.43	
FR	2.25	25/10/2022	0.42	
FR	4.25	25/04/2019	0.37	

Holanda

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	NE	2.75	15/01/2047	-0.86
	NE	1.75	15/07/2023	-0.71
	NE	3.75	15/01/2042	-0.62
	NE	5.5	15/01/2028	-0.60
	NE	2.5	15/01/2033	-0.46
	NE	0.75	15/07/2027	-0.42
	NE	0.5	15/07/2026	-0.21
	NE	3.75	15/01/2023	-0.12
	NE	7.5	15/01/2023	-0.10
	NE	4	15/01/2037	-0.06
	NE	0	15/01/2024	-0.02

COMPRA	NE	3.5	15/07/2020	1.75
	NE	0.25	15/01/2020	1.60
	NE	3.25	15/07/2021	1.20
	NE	4	15/07/2019	0.56
	NE	0	15/01/2022	0.53
	NE	2	15/07/2024	0.32
	NE	0.25	15/07/2025	0.15
NE	2.25	15/07/2022	0.14	

Italia

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	0.1	15/04/2019	-2.31
	IT	5.5	01/11/2022	-2.05
	IT	4.25	01/03/2020	-2.03
	IT	5.5	01/09/2022	-2.02
	IT	4.5	01/02/2020	-1.95
	IT	4.75	01/08/2023	-1.93
	IT	9	01/11/2023	-1.93
	IT	4.5	01/05/2023	-1.93
	IT	4	01/09/2020	-1.92
	IT	5	01/03/2022	-1.91
	IT	3.75	01/08/2021	-1.89
	IT	4.5	01/03/2024	-1.87
	IT	0.35	01/11/2021	-1.87
	IT	0.7	01/05/2020	-1.86
	IT	0.35	15/06/2020	-1.86
	IT	4.75	01/09/2021	-1.85
	IT	0.05	15/10/2019	-1.83
IT	0.65	15/10/2023	-1.83	
IT	1.85	15/05/2024	-1.82	
IT	8.5	22/12/2023	-1.82	

COMPRA				

Bélgica

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA				

COMPRA	BE	2.25	22/06/2023	1.52
	BE	0.2	22/10/2023	1.16
	BE	3.75	28/09/2020	1.09
	BE	4.25	28/09/2021	1.07
	BE	2.6	22/06/2024	1.04
	BE	0.5	22/10/2024	0.95
	BE	4.5	28/03/2026	0.92
	BE	5.5	28/03/2028	0.90
	BE	5	28/03/2035	0.86
	BE	1	22/06/2026	0.85
	BE	1.6	22/06/2047	0.85
BE	0.8	22/06/2027	0.85	

Portugal

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	PO	4.8	15/06/2020	-2.11
	PO	5.65	15/02/2024	-1.64
	PO	3.85	15/04/2021	-1.55
	PO	2.2	17/10/2022	-1.55
PO	4.95	25/10/2023	-1.48	

COMPRA				



SEMANAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

VALORACIÓN DE CURVA / PLAZOS

Menos 3 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	0.1	15/04/2019	-2.31
	PO	4.8	15/06/2020	-2.11
	IT	4.25	01/03/2020	-2.03
	IT	4.5	01/02/2020	-1.95
	IT	4	01/09/2020	-1.92
	IT	3.75	01/08/2021	-1.89
	IT	0.35	01/11/2021	-1.87
	IT	0.7	01/05/2020	-1.86
	IT	0.35	15/06/2020	-1.86
	IT	4.75	01/09/2021	-1.85
	IT	0.05	15/10/2019	-1.83
	IT	0.2	15/10/2020	-1.81
	IT	3.75	01/05/2021	-1.79
	IT	4.25	01/09/2019	-1.79
	IT	0.45	01/06/2021	-1.78
	IT	0.65	01/11/2020	-1.77
	IT	1.05	01/12/2019	-1.73
IT	3.75	01/03/2021	-1.70	
FR	0	25/02/2019	-1.61	
IT	1.5	01/08/2019	-1.56	

COMPRA	GE	0	14/06/2019	1.99
	FR	0.5	25/11/2019	1.86
	NE	3.5	15/07/2020	1.75
	GE	3.25	04/01/2020	1.69
	GE	0	13/12/2019	1.68
	GE	0	17/04/2020	1.65
	NE	0.25	15/01/2020	1.60
	SP	4.3	31/10/2019	1.56
	FR	1	25/05/2019	1.44
	FR	3.75	25/10/2019	1.42
	AS	3.9	15/07/2020	1.33
	GE	0.25	16/10/2020	1.26
	GE	2.5	04/01/2021	1.24
	GE	2.25	04/09/2021	1.24
	GE	0	08/10/2021	1.22
	SP	4.6	30/07/2019	1.20
	NE	3.25	15/07/2021	1.20
AS	4.35	15/03/2019	1.20	
AS	3.5	15/09/2021	1.17	
GE	3.25	04/07/2021	1.15	

Entre 3 y 7 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	5.5	01/11/2022	-2.05
	IT	5.5	01/09/2022	-2.02
	IT	4.75	01/08/2023	-1.93
	IT	9	01/11/2023	-1.93
	IT	4.5	01/05/2023	-1.93
	IT	5	01/03/2022	-1.91
	IT	4.5	01/03/2024	-1.87
	IT	0.65	15/10/2023	-1.83
	IT	1.85	15/05/2024	-1.82
	IT	8.5	22/12/2023	-1.82
	IT	0.95	15/03/2023	-1.81
	IT	2.15	15/12/2021	-1.81
	IT	5	01/03/2025	-1.81
	IT	1.45	15/09/2022	-1.79
	IT	1.35	15/04/2022	-1.78
	IT	0.9	01/08/2022	-1.77
	IT	3.75	01/09/2024	-1.76
IT	1.2	01/04/2022	-1.76	
IT	1.45	15/11/2024	-1.72	
IT	2.5	01/12/2024	-1.72	

COMPRA	BE	2.25	22/06/2023	1.52
	AS	0	20/09/2022	1.29
	AS	3.65	20/04/2022	1.21
	FR	0	25/05/2022	1.19
	AS	3.4	22/11/2022	1.17
	BE	0.2	22/10/2023	1.16
	AS	0	15/07/2023	1.09
	GE	2	04/01/2022	1.07
	AS	1.75	20/10/2023	1.07
	FR	0	25/03/2023	1.05
	BE	2.6	22/06/2024	1.04
	GE	1.5	04/09/2022	1.00
	GE	1.75	04/07/2022	0.97
	AS	1.65	21/10/2024	0.97
	BE	0.5	22/10/2024	0.95
	GE	0	07/10/2022	0.85
	GE	1.5	15/02/2023	0.83
AS	1.2	20/10/2025	0.81	
FR	3	25/04/2022	0.81	
GE	0	08/04/2022	0.67	

Entre 7 y 12 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	7.25	01/11/2026	-1.71
	IT	4.75	01/09/2028	-1.64
	IT	6.5	01/11/2027	-1.58
	IT	4.5	01/03/2026	-1.57
	IT	1.6	01/06/2026	-1.53
	IT	2	01/02/2028	-1.47
	IT	2.05	01/08/2027	-1.44
	IT	1.25	01/12/2026	-1.43
	IT	2.2	01/06/2027	-1.41
	IT	5.25	01/11/2029	-1.33
	IT	3.5	01/03/2030	-1.26
	PO	4.125	14/04/2027	-1.05
	PO	3.875	15/02/2030	-1.04
	FR	0.5	25/05/2026	-1.03
	PO	2.125	17/10/2028	-0.96
	PO	2.875	21/07/2026	-0.96
	SP	5.9	30/07/2026	-0.90
SP	1.95	30/04/2026	-0.90	
SP	1.3	31/10/2026	-0.89	
SP	5.15	31/10/2028	-0.88	

COMPRA	BE	4.5	28/03/2026	0.92
	BE	5.5	28/03/2028	0.90
	BE	1	22/06/2026	0.85
	BE	0.8	22/06/2027	0.85
	AS	0.5	20/04/2027	0.83
	AS	4.85	15/03/2026	0.81
	AS	0.75	20/02/2028	0.79
	AS	0.75	20/10/2026	0.76
	BE	0.8	22/06/2028	0.74
	AS	6.25	15/07/2027	0.70

Más de 12 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	4.75	01/09/2044	-1.25
	IT	3.45	01/03/2048	-1.24
	IT	2.7	01/03/2047	-1.23
	IT	6	01/05/2031	-1.23
	SP	4	31/10/2064	-1.20
	IT	3.25	01/09/2046	-1.20
	IT	5	01/08/2039	-1.11
	IT	5	01/09/2040	-1.10
	IT	2.8	01/03/2067	-1.09
	IT	2.95	01/09/2038	-1.04
	IT	2.25	01/09/2036	-1.03
	IT	5	01/08/2034	-1.01
	IT	2.45	01/09/2033	-1.00
	GE	1.25	15/08/2048	-0.99
	IT	4	01/02/2037	-0.96
	IT	5.75	01/02/2033	-0.93
	NE	2.75	15/01/2047	-0.86
IT	1.65	01/03/2032	-0.81	
SP	3.45	30/07/2066	-0.77	
SP	5.75	30/07/2032	-0.74	

COMPRA	BE	5	28/03/2035	0.86
	BE	1.6	22/06/2047	0.85
	BE	4	28/03/2032	0.83
	BE	4.25	28/03/2041	0.82
	BE	1.45	22/06/2037	0.82
	BE	3.75	22/06/2045	0.81
	BE	1.9	22/06/2038	0.81
	BE	2.25	22/06/2057	0.80
	BE	2.15	22/06/2066	0.80
	BE	3	22/06/2034	0.79
	BE	1	22/06/2031	0.74
	FR	3.25	25/05/2045	0.65
	FR	4.5	25/04/2041	0.61
	FR	2	25/05/2048	0.60
	FR	1.25	25/05/2036	0.55
	FR	4	25/10/2038	0.54
	FR	4.75	25/04/2035	0.49
FR	4	25/04/2055	0.48	
IR	2	18/02/2045	0.46	
FR	1.75	25/06/2039	0.43	



SEMANAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

VALORACIÓN DE CURVA / CDS

EUROPA

	Rating medio	Outlook	Rating según modelo	Outlook según modelo	Diferencia escalones
España	A-	STABLE	A- *+	-	2
Italia	BBB	NEG	BBB-	STABLE	-4
Portugal	BBB *-	-	BBB *+	-	4
Francia	AA+ *-	-	AA	POS	-2
Alemania	AAA	STABLE	AAA	STABLE	0
Austria	AA+	POS	AAA	STABLE	4
Finlandia	AA+	STABLE	AAA	STABLE	5
Holanda	AAA	STABLE	AAA	STABLE	0
Bélgica	AA	NEG	AA *-	-	-1
Grecia	B+	NEG	B	STABLE	-4
Irlanda	A+	NEG	A+ *+	-	3

OTROS PAÍSES DESARROLLADOS

	Rating medio	Outlook	Rating según modelo	Outlook según modelo	Diferencia escalones
Reino Unido	AA *+	-	AA	POS	-1
Noruega	AAA	STABLE	AAA	STABLE	0
Dinamarca	AAA	STABLE	AAA	STABLE	0
Suecia	AAA	STABLE	AAA	STABLE	0

AMÉRICA DEL NORTE Y LATAM

	Rating medio	Outlook	Rating según modelo	Outlook según modelo	Diferencia escalones
Estados Unidos	AAA	NEG	AA-	NEG	-15
Canadá	AAA	STABLE	AA *+	-	-8
Brasil	BB-	POS	BBB- *-	-	12
Chile	AA-	STABLE	AA- *+	-	2

* El rating y outlook según modelo, se calculan en base a distintas variables fundamentales tenidas en cuenta para cada una de las economías analizadas, como por ejemplo: deuda sobre PIB o déficit . Además se toma en consideración la situación del sector financiero de cada país, la evolución de las rentabilidades a 10 años, el riesgo político y el impacto del PSPP en cada una de las economías.

* La "diferencia de escalones" toma en consideración las revisiones positivas y negativas, además de los distintos outlooks, como ratings independientes. Así, entre un AA (POS) y un AA (*-) habría una diferencia de - 4 escalones.

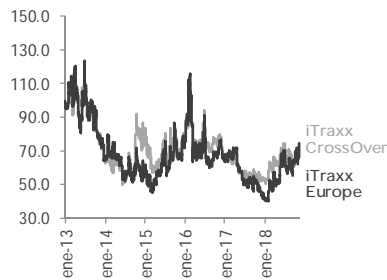


SEMANAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

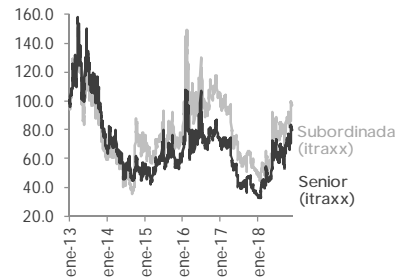
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Evolución índice iTraxx Senior y Subordinada. (pb)

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



CAMBIOS DE RATING DE DEUDA PRIVADA

	S&P		Moody's		Fitch	
	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama	Calificación	Panorama
LeasePlan	BBB- (feb16)	STBL (POS)	Baa1 (feb16)	STBL (feb16)	BBB+ (feb16)	STBL (oct18)
Citigroup	BBB+ (dic15)	STBL (dic15)	Baa1 (may15)	REVPOS (STBL)	A (dic11)	STBL (dic11)
Mizuho Securities	A (oct15)	POS (STBL)	A1 (jun16)	STBL (ene17)	-	-

Entre paréntesis se muestra el dato antes del cambio o la fecha del último cambio

En **GRIS** modificación negativa, en **AZUL** positiva, en **MARRÓN** sin calificación anterior



Inverseguros S.V.
DUNAS CAPITAL



Inverseguros

Plaza de las Cortes, 2 - 4ª planta.
28014 Madrid.
Tel. +34 914 263 820/6
Fax: +34 915 777 514

Análisis

Borja Gómez (Director)
fbgomez@inverseguros.es
Silvia Verde
sverde@inverseguros.es
Patricia Rubio
correo@inverseguros.es

Mesa de Operaciones

Paco Otero (Director)
fotero@inverseguros.es
Lola Aragón
laragon@inverseguros.es
Carlota de la Torre
ctorre@inverseguros.es

Francisco Abascal
fabascal@inverseguros.es
Antonio Daniele
adaniele@inverseguros.es
Jose Luis Carmona
jlcarmona@inverseguros.es

Tel. +34 915 77 3970

Toda información contenida en este informe ha sido obtenida por Inverseguros SV SAU, de fuentes que considera fiables. Las opiniones vertidas en el mismo han sido elaboradas de buena fe y son exclusivas de su Departamento de Análisis y no pueden ser consideradas como una oferta de compra o de venta de acciones. Inverseguros SV SAU no asume ninguna responsabilidad que se derive del contenido de este documento. El sistema retributivo del/los analista/s de los informes se basa en diversos criterios entre los que figuran los resultados obtenidos en el ejercicio económico por el Grupo Inverseguros, pero en ningún caso está vinculada directa o indirectamente al sentido de las recomendaciones contenidas, ni/o a operaciones de banca de inversión realizadas por Inverseguros SV, SAU ni/o por personas jurídicas vinculadas. Inverseguros SV, SAU, es una empresa de servicios de inversión sometida a la legislación española, bajo supervisión de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y dispone de un Reglamento de Conducta que puede ser consultado en su página en Internet. www.inverseguros.es