



SEMANAL RENTA FIJA RESUMEN DE MERCADO

lunes, 26 de noviembre de 2018

ÍNDICE

RESUMEN DE MERCADO

MERCADOS GLOBALES

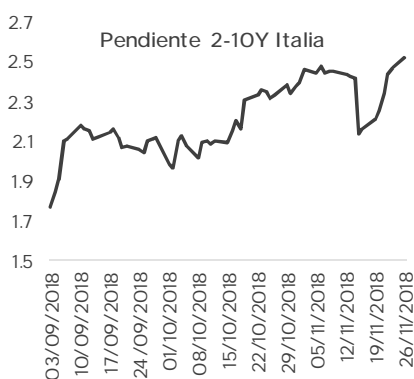
- Agenda crítica
- Mercados
- Política monetaria y liquidez
- Análisis técnico

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 2-10Y de Italia

Fuente: Bloomberg



Una semana más Italia acaparó gran parte de la atención de los mercados, en esta ocasión como consecuencia del rechazo explícito por parte de la Comisión Europea del último borrador sobre los presupuestos de 2019, presentado por el gobierno transalpino.

Así, tal y como se esperaba, la Comisión solicitó la apertura de un procedimiento de déficit excesivo, como consecuencia de su elevada deuda (131% de PIB) y la ausencia de medidas para reducirla. Dicha solicitud deberá ser valorada en el próximo Ecofin, que determinará la apertura efectiva del procedimiento. El mismo podría derivar en la aplicación de sanciones económicas a Italia, hasta un máximo del 0.2% del PIB, lo que supondrían unos 3.500 Mn €.

El propio vicepresidente de la Comisión, Dombrovski, calificó el borrador del plan presupuestario de Italia como "un incumplimiento particularmente grave de las recomendaciones del Consejo". Ante esta situación, las declaraciones de los líderes del gobierno italiano buscaron cierto acercamiento de posturas con la CE, con Di Maio afirmando estar dispuesto al diálogo, aunque reafirmando en el hecho de que no se producirán variaciones significativas en los aspectos clave de los presupuestos presentados. A pesar de este acercamiento con Europa, resulta difícil ver, en el corto plazo, que Liga Norte o M5S den marcha atrás en la implementación de ciertas medidas, que han sido pieza clave en sus campañas electorales y que a la vez han lastrado fuertemente los presupuestos. Por lo tanto, en el momento en el que Italia entre definitivamente en el procedimiento de déficit excesivo, y se empiecen a solicitar medidas de contención, las discrepancias entre Liga Norte y M5S serán cada vez más fuertes. Así, esta incertidumbre política puede ser interpretada positivamente por los mercados, si se vislumbra una posible ruptura con M5S. De hecho, las últimas encuestas de intención de voto muestran como Liga Norte acapara más del 30% de los votos, lo que supone que en el caso de nuevas elecciones, se abriría la puerta a un gobierno con una alianza de Liga con un partido de centro derecha, dejando al lado al M5S, lo que desde un punto de vista de mercado, sería valorado positivamente.

El sesgo conciliador de las conversaciones del gobierno italiano con la Comisión Europea, sirvió para generar una fuerte corrección del tramo corto de la curva italiana, que experimentó considerables compras. Sin embargo, el tramo largo no registró un comportamiento tan fuerte, manteniéndose el spread con Alemania en niveles elevados, en el entorno de los 300 puntos básicos. Esta divergencia, entre el movimiento del corto y el largo, pone de manifiesto un cierto cambio en la percepción del mercado, mostrando que las preocupaciones entorno a Italia son distintas de las que existían hace unas semanas. Además, hay que tener en cuenta que más allá de ese acercamiento, existen otros elementos que están apoyando esta situación favorable del tramo corto, como son la proliferación de operaciones de canje y recompra por parte del Tesoro italiano (ver Tabla 1 de la página siguiente).



RESUMEN DE MERCADO

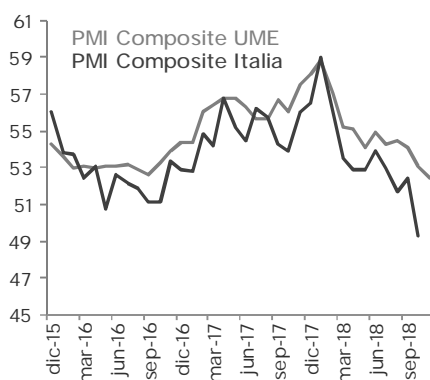
TABLA 1: **Recompras y canjes del Tesoro Italiano**

Fuente: Tesoro Italia

Fecha	Tipo de operación	Bonos emitidos	Bonos recomprados	Volumen (Mn €)
22-Jun-18	Recompra	-	CCTeu nov 19; BTP may 20 y CCTeu dic 20	700
03-Aug-18	Recompra	-	CCTeu nov 19; dic 20; jun 22 y dic 22 BTP may 20; oct 20 y nov 20	950
11-Sep-18	Recompra	-	BTP€ sep 19; CCTeu Dic 20; CCTeu Jun 22 y CCTeu Dic 22	2,750
03-Oct-18	Canje	BTP sep 2028	BTP feb 19; oct 20; nov 20 y may 21	2,131
18-Oct-18	Canje Sindicado	BTP dic 25; mar 26; feb 28; nov 29 y sep 46	BTP abr 20	3,800
				10,331

GRÁFICO 2: **PMI Composite Zona Euro**

Fuente: Bloomberg



Esto también apoya el incremento de pendiente en Italia (ver gráfico 1 de la página anterior), lo que traslada una percepción de menor riesgo, aunque sólo sea desde un punto de vista meramente psicológico.

Sin embargo, a pesar de los factores que acabamos de comentar, existen varios puntos negativos que podrían generar cierta corrección en el reciente rally visto en la curva italiana. En primer lugar, las cuentas públicas del país andino siguen siendo un importante foco de incertidumbre. Y es que las medidas planteadas por el gobierno en sus presupuestos, continúan siendo fuertemente expansivas, entre las que destaca: la renta básica, el aumento del gasto en infraestructuras o la reforma de las pensiones. Es quizá esta última, la que entraña un mayor riesgo y es que supone la implementación de un gasto creciente en el tiempo, lo que genera un desequilibrio importante a largo plazo como consecuencia de la inversión de la pirámide poblacional, que se está produciendo en los países europeos. De hecho, por este motivo, las pensiones han sido uno de los factores que la Comisión Europea siempre ha buscado corregir, en aquellos países que han experimentado un rescate, como han sido Grecia y Portugal, con el fin de sanear sus cuentas y hacerlas sostenibles en el tiempo.

Otro factor que favorecería una corrección en el movimiento de la curva italiana son las crecientes dudas en torno a la evolución de las cuentas públicas. De hecho, la publicación de los PMI's de la Zona Euro correspondientes al mes de noviembre sirvieron para corroborar la desaceleración que está experimentando el crecimiento en Europa, que actualmente sería compatible con un PIB del 1.5% t/t en el 4T.18, lo que hace saltar las alarmas entorno a Italia, donde ya vimos un estancamiento de la actividad en el tercer trimestre del año y datos de confianza compatible con una contracción de la misma en octubre.

Además, con unas cuentas públicas como las italianas, se necesitan fuentes estables de financiación, que a día de hoy no parecen fáciles de conseguir. Muestra de ello son los malos resultados obtenidos en la subasta de BTP Italia que se produjo la semana pasada, en la que la demanda ascendió a 2.140 Mn € (1.300 Mn € de institucionales). Ello supuso un importe muy bajo en comparación con el registrado en las subastas de los últimos cuatro años, en las que se obtuvo financiación por un importe de unos 8.000 Mn €. Este hecho pone de manifiesto cómo la demanda doméstica de BTPs está cerca de su límite, en un contexto en el que la búsqueda de deuda italiana por parte de inversores extranjeros es muy reducida, lo que supone un problema para encontrar financiación, extremo que siempre han negado tanto Di Maio, como Salvini, afirmando en numerosas ocasiones que la demanda interna sería suficiente para cubrir sus necesidades.



RESUMEN DE MERCADO

Teniendo todo esto en consideración, se puede valorar que el rally de los BTP's de los últimos días, se ha fundamentado más en noticias y rumores que en hechos efectivos. Por lo tanto, creemos que existen riesgos de importancia y se puede seguir manejando un contexto de alta volatilidad en la curva y corrección de spreads. Todo ello a la espera de que una solución final efectiva se produzca más adelante.



SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

AGENDA CRÍTICA

FECHA	PAÍS	EVENTO
26 de noviembre	UME	Comparecencia de Draghi ante el Parlamento Europeo y ante el Comité de Asuntos Económicos y Política Monetaria
26 de noviembre	Reino Unido	Comparecencia de Carney (BoE)
28 de noviembre	EEUU	Comparecencia de Powell (Fed) en el Economic Club de Nueva York
29 de noviembre	UME	Comparecencia de Draghi (BCE) en Frankfurt
29 de noviembre	G20	Reunión de ministros de finanzas G20
Alrededor del 30 de noviembre	UE	La CE tiene que finalizar su valoración inicial entorno a los presupuestos de 2019
30 de noviembre	G20	Reunión de líderes de estado del G20
30 de noviembre	Portugal	Fitch revisa la calificación crediticia de Portugal (BBB/STBL)
3 y 4 de diciembre	UME	Celebración de Eurogrupo y Ecofin
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
12 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
24 de enero	UME	Anuncio de tipos BCE y posterior comparecencia de Draghi
7 de marzo	UME	Anuncio de tipos BCE y posterior comparecencia de Draghi con publicación de proyecciones macro



SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

MERCADOS

RENTABILIDADES

		Ultimo	5 dias	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2 años	-0.573	-0.584	-0.63	-0.627
		5 años	-0.225	-0.222	-0.217	-0.202
		10 años	0.361	0.373	0.352	0.427
	Francia	2 años	-0.439	-0.446	-0.424	-0.466
		5 años	0.068	0.094	0.098	0.002
		10 años	0.735	0.78	0.738	0.785
	EEUU	2 años	2.8239	2.7893	2.8062	1.883
		5 años	2.8867	2.8697	2.9071	2.2064
		10 años	3.059	3.0628	3.0755	2.4054
Periféricos	España	2 años	-0.15	-0.119	-0.193	-0.347
		5 años	0.533	0.614	0.558	0.396
		10 años	1.596	1.65	1.567	1.567
	Irlanda	2 años	-0.47	-0.496	-0.463	-0.487
		5 años	0	0.003	-0.028	0.052
		10 años	0.765	1.385	1.114	-0.254
	Italia	2 años	2.293	2.685	2.569	0.749
		5 años	3.218	3.597	3.446	2.016
		10 años	-0.185	-0.155	-0.124	-0.103
Portugal	2 años	0.697	0.787	0.719	0.436	
	5 años	1.907	1.986	1.906	1.943	
	10 años					

DIFERENCIALES

		Ultimo	5 dias	1 mes	Fin año pasado	
Core	Francia-Alemania	2 años	13.4	13.8	20.6	16.1
		5 años	29.3	31.6	31.5	20.4
		10 años	37.4	40.7	38.6	35.8
Periféricos vs Alemania	España-Alemania	2 años	42.3	46.5	43.7	28
		5 años	75.8	83.6	77.5	59.8
		10 años	123.5	128	122	114
Otros	Irlanda-Alemania	2 años	10.3	8.8	16.7	14
		5 años	22.5	22.5	18.9	25.4
		Italia-Alemania	2 años	133.8	197	174
5 años	251.8		291	279	95.1	
10 años	285.7		322	309	158.9	
Periféricos vs Alemania	Portugal-Alemania	2 años	38.8	42.9	50.6	52.4
		5 años	92.2	101	93.6	63.8
		10 años	154.6	161	155	151.6
Otros	Alemania-EEUU	2 años	-340	-337	-344	-251
		5 años	-311	-309	-312	-240.8
		10 años	-270	-269	-272	-197.8
Periféricos vs Alemania	España-Italia	2 años	-91.5	-150	-131	-9.3
		5 años	-176	-207	-201	-35.3
		10 años	-162	-195	-188	-44.9

FUTUROS, DIVISAS, y COMMODITIES

	Ultimo	5 dias	1 mes	Fin año pasado	
Futuros	Bund	160.77	160.6	160.87	156.44
	T Bond	119.23	119.16	119.03	123.03
	Bono italiano	124.13	120.52	121.32	130.76
	Bono español	136.53	135.71	137.35	142.09
Divisas	Dólar / Euro	1.1376	1.1454	1.1403	1.2005
	Libra / Dólar	1.2839	1.2854	1.2828	1.3513
	Libra / Euro	1.1286	1.1222	1.1251	1.126
	Yen / Dólar	113.23	112.55	111.91	112.69
	Yen / Euro	128.81	128.92	127.6	135.28
	Franco Suizo / Dólar	0.9965	0.9935	0.997	0.9743
Commodities	Franco Suizo / Euro	0.8822	0.8787	0.8795	0.8549
	Brent	59.25	66.32	77.26	66.82
	West Texas	43.37	49.46	60.83	60.97
	Oro	1,226.1	1,224.1	1,233.1	1,303.1
Commodities	Plata	14.42	14.43	14.69	16.94
	Platino	850.7	846.6	834.4	948.9

SWAP SPREAD

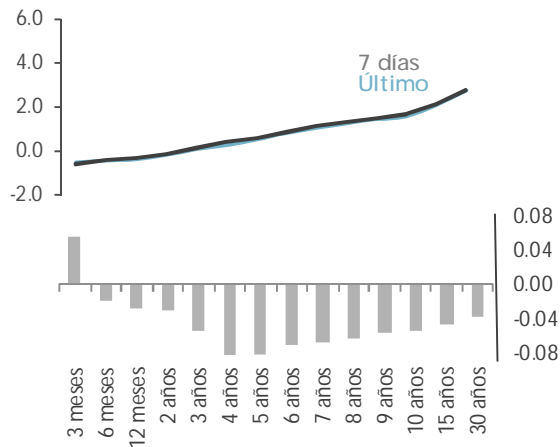
		Ultimo	5 dias	1 mes	Fin año pasado	
Swap Spread	Alemania-Swap	2 años	-43.3	-45.65	-50.55	-47.7
		5 años	-53.45	-53.9	-56.13	-51.5
		10 años	-55.05	-56.1	-59	-45.95
	EEUU- Swap	2 años	-18.6	-18.95	-21.03	-19.5
		5 años	-14.62	-14.42	-15.01	-3.73
		10 años	-6.41	-5.88	-6.18	0.74
	Curva Swap EUR	2 años	-0.14	-0.1275	-0.1245	-0.15
		5 años	0.3095	0.317	0.3443	0.313
		10 años	0.915	0.934	0.942	0.8665
Curva Swap USD	2 años	3.0099	2.9788	3.0165	2.078	
	5 años	3.0329	3.0139	3.0572	2.2437	
	10 años	3.1231	3.1216	3.1373	2.398	

PENDIENTES

		Ultimo	5 dias	1 mes	Fin año pasado	
Core	Alemania	2-5	34.8	36.2	41.3	42.5
		5-10	58.6	59.5	56.9	62.9
		2-10	93.4	95.7	98.2	105.4
	EEUU	2-5	6.28	8.04	10.1	32.34
		5-10	17.23	19.3	16.8	19.9
		2-10	23.51	27.4	26.9	52.24
Periféricos	España	2-5	68.3	73.3	75.1	74.3
		5-10	106.3	104	101	117.1
		2-10	174.6	177	176	191.4
	Italia	2-5	152.8	130	146	100.3
		5-10	92.5	91.2	87.7	126.7
		2-10	245.3	221	233	227

Curva de Tipos España.

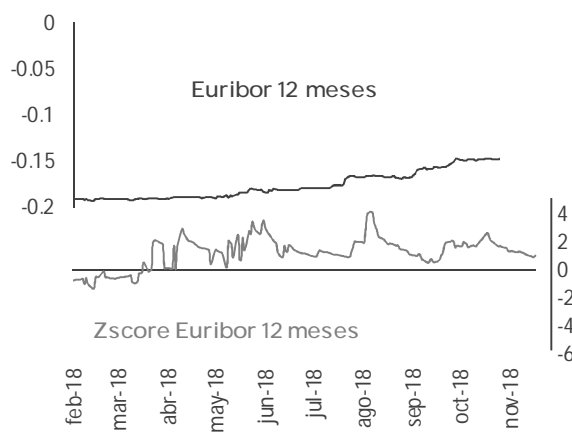
Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Nota: Cambio de referencia del genérico a 3 años

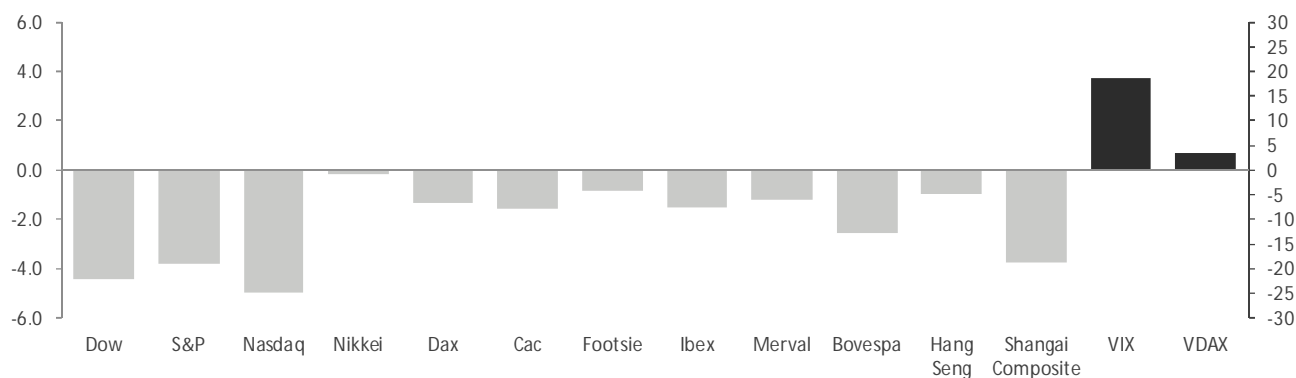
Evolución EURIBOR 12 meses.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Bolsas Mundiales (Últimas semanas).

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



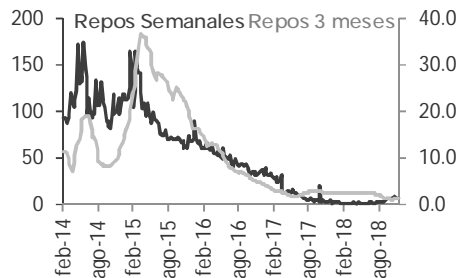


SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

POLÍTICA MONETARIA Y LIQUIDEZ

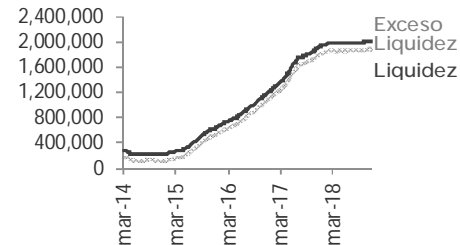
Repos BCE. Miles Millones Euros.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



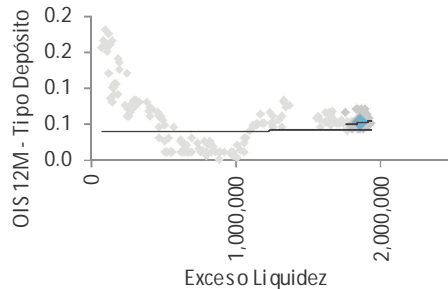
Liquidez Eurosistema. Millones Euros.

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



Liquidez vs Tipos. Millones Euros

Fuente: Inverseguros y Bloomberg.



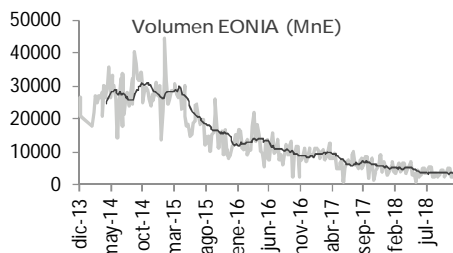
Bancos Centrales. (%)

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	-0.16 ↓	-0.01	-0.01
Reserva Federal			
Fed Fund	2.25 →	2.25	2.25
Fed Discount	2.75 →	2.75	2.75
OIS 1Y1Y	2.76 ↑	0.02	-0.05

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 €)	6.4	↓	6.74	7.86
Liquidez Total (kMn€)	1,982.1	↓	1,985.9	1,997.7
Exceso Liquidez (kMn€)	1,855.3	↓	1,859.1	1,871.1
Balance BCE (kMn€)	4,638.3	↑	4,626.2	4,620.8
TIPOS INTERBANCARIOS EUROZONA				
EONIA (%)	-0.362	→	-0.362	-0.369
EONIA 3m (%)	-0.358	↓	-0.350	-0.357
EONIA 12m (%)	-0.347	↑	-0.348	-0.344
Euribor 3m (%)	-0.316	→	-0.316	-0.317
Euribor 12m (%)	-0.147	→	-0.147	-0.149
Volumen EONIA (Mn €)	2,636	↓	2,767	4,815



SEMANAL RENTA FIJA / MERCADOS GLOBALES

ANÁLISIS TÉCNICO

BUND

RESISTENCIAS: 161.22/161.39/162.00 SOPORTES: 160.86/160.43/160.29



Después de romper a la baja el canal alcista de corto plazo que había comenzado a principios de noviembre, la referencia se encuentra actualmente testando el soporte que constituye el 160.86. De confirmar su ruptura a la baja, la siguiente referencia será el 160.43, que coincide con el 76.4% del Fibonacci descrito en el gráfico adjunto.

TIR 10 años EEUU

RESISTENCIAS: 3.068/3.100/3.127 SOPORTES: : 3.042/3.000/2.952



Después de la fuerte corrección bajista experimentada por la referencia en las últimas semanas, la TIR estadounidense a 10 años vuelve a aproximarse a los niveles del 3.000%. Actualmente, tras superar a la baja la media móvil de 66 sesiones en el 3.062%, la referencia parece estar consolidando posiciones. En el corto plazo esperamos que se mantenga en los niveles actuales entre el 3.068% y el 3.009%.

Futuro IK

RESISTENCIAS: : 122.61/ 122.98/125.47 SOPORTES: : 121.87/ 120.77/ 120.49



El futuro del 10 años italiano ha experimentado fuerte tensionamiento en los últimos días, rompiendo al alza la media móvil de 22 días en el 121.87 hasta alcanzar el 124.09, coincidente con el 61.8% del Fibonacci descrito en el gráfico adjunto, que está testando actualmente.



SEMANAL 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

País	LETRAS		BONOS	
	Vencimientos		Cupones	Vencimientos
Francia	6,223		1,573	19,930
Italia	6,050		15	
Chipre	100		1	

EMISIONES ZONA EURO

Fecha	País	Plazo	Emisión	BONOS			
				Fecha	País	Plazo	Emisión
26-nov-18	Alemania	2.5 meses	2,000	28-nov-18	Alemania	ago-28	2,000
26-nov-18	Francia	3 meses	3,300	29-nov-18	Italia*	oct-21	1,666
26-nov-18	Francia	6 meses	1,100	29-nov-18	Italia*	oct-23	1,666
26-nov-18	Francia	12 meses	800	29-nov-18	Italia*	dic-28	1,666
28-nov-18	Italia	6 meses	6,500				

TOTAL 12,373 TOTAL 1,589 19,930

TOTAL 13,700 TOTAL 6,998

SALDO EMISOR

LETRAS	BONOS
1,327	-14,521

Millones EUR / *Volumen de emisión y referencias estimados.

EEUU

VENCIMIENTO Y CUPONES EEUU

País	LETRAS		BONOS	
	Vencimientos		Cupones	Vencimientos
EEUU	138,005		7,538	94,073

EMISIONES EEUU

Fecha	Plazo	Emisión	BONOS		
			Fecha	Plazo	Emisión
26-nov-18	3 meses	39,000	26-nov-18	2 años	39,000
26-nov-18	6 meses	36,000	27-nov-18	5 años	40,000
			28-nov-18	7 años	32,000

TOTAL 138,005 TOTAL 7,538 94,073

TOTAL 75,000 TOTAL 111,000

SALDO EMISOR

LETRAS	BONOS
-63,005	9,389

Millones USD

VALORACIÓN DE CURVA / ZSCORE VS SWAP

Menor Z-score

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	0.7	01/05/2020	-2.87
	IT	4.25	01/09/2019	-2.79
	IT	0.35	15/06/2020	-2.74
	IT	0.2	15/10/2020	-2.70
	IT	4.25	01/03/2020	-2.70
	IT	0.65	01/11/2020	-2.68
	IT	4	01/09/2020	-2.65
	IT	0.05	15/10/2019	-2.65
	IT	3.75	01/03/2021	-2.61
	IT	1.5	01/08/2019	-2.58

Mayor Z-score

	País	Cupón	Vto.	Z-score
COMPRA	AS	0	20/09/2022	2.32
	AS	3.9	15/07/2020	2.27
	AS	3.5	15/09/2021	2.19
	AS	0	15/07/2023	2.19
	NE	3.25	15/07/2021	2.18
	AS	1.75	20/10/2023	2.14
	AS	3.4	22/11/2022	2.14
	AS	3.65	20/04/2022	2.08
	GE	2.25	04/09/2020	2.04
	GE	3.25	04/01/2020	2.02

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				

COMPRA	GE	2.25	04/09/2020	2.04
	GE	3.25	04/01/2020	2.02
	GE	2.5	04/01/2021	1.96
	GE	3	04/07/2020	1.92
	GE	0.25	16/10/2020	1.89
	GE	2.25	04/09/2021	1.85
	GE	0	17/04/2020	1.82
	GE	0	08/10/2021	1.73
	GE	0	08/04/2022	1.71
	GE	3.25	04/07/2021	1.71
	GE	2	04/01/2022	1.69
	GE	0	07/10/2022	1.65
	GE	1.5	04/09/2022	1.64
	GE	0	09/04/2021	1.64
	GE	0	14/06/2019	1.62
	GE	1.75	04/07/2022	1.60
	GE	1.5	15/02/2023	1.41
GE	1.5	15/05/2023	1.35	
GE	1	22/02/2019	1.30	
GE	0	13/12/2019	1.30	

España

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	SP	4	30/04/2020	-0.51
	SP	1.4	31/01/2020	-0.23
	SP	4.85	31/10/2020	-0.02

COMPRA	SP	4	31/10/2064	1.49
	SP	2.9	31/10/2046	1.22
	SP	3.45	30/07/2066	1.20
	SP	5.15	31/10/2044	1.18
	SP	4.7	30/07/2041	1.13
	SP	4.9	30/07/2040	1.12
	SP	4.2	31/01/2037	1.08
	SP	2.35	30/07/2033	1.07
	SP	5.75	30/07/2032	1.03
	SP	3.82	31/01/2022	0.93
	SP	2.75	30/04/2019	0.86
	SP	1.95	30/07/2030	0.85
	SP	6	31/01/2029	0.83
	SP	1.4	30/04/2028	0.83
	SP	5.15	31/10/2028	0.82
	SP	1.45	31/10/2027	0.80
	SP	5.5	30/04/2021	0.76
	SP	4.3	31/10/2019	0.75
	SP	0.05	31/01/2021	0.71
	SP	1.5	30/04/2027	0.70

Francia

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	FR	0	25/02/2019	-1.18

COMPRA	FR	0.5	25/11/2019	1.74
	FR	0	25/05/2022	1.34
	FR	6	25/10/2025	1.21
	FR	0	25/03/2023	1.18
	FR	3.75	25/10/2019	1.16
	FR	0.5	25/05/2025	1.13
	FR	3	25/04/2022	1.12
	FR	1.75	25/11/2024	1.11
	FR	1.75	25/05/2023	1.08
	FR	2.25	25/10/2022	1.06
	FR	2	25/05/2048	1.05
	FR	3.25	25/05/2045	1.01
	FR	4	25/04/2055	0.97
	FR	4	25/04/2060	0.94
	FR	4.5	25/04/2041	0.94
	FR	1	25/11/2025	0.94
	FR	4	25/10/2038	0.93
	FR	8.5	25/04/2023	0.93
	FR	1.75	25/06/2039	0.93
	FR	1.75	25/05/2066	0.92

Holanda

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA				

COMPRA	NE	3.25	15/07/2021	2.18
	NE	3.5	15/07/2020	1.98
	NE	2	15/07/2024	1.87
	NE	0	15/01/2024	1.83
	NE	1.75	15/07/2023	1.82
	NE	2.25	15/07/2022	1.75
	NE	7.5	15/01/2023	1.74
	NE	0.25	15/07/2025	1.72
	NE	3.75	15/01/2023	1.72
	NE	5.5	15/01/2028	1.62
	NE	4	15/07/2019	1.62
	NE	0.5	15/07/2026	1.58
	NE	4	15/01/2037	1.54
	NE	0	15/01/2022	1.53
	NE	0.75	15/07/2027	1.53
	NE	2.5	15/01/2033	1.45
	NE	0.25	15/01/2020	1.33
NE	2.75	15/01/2047	1.33	
NE	3.75	15/01/2042	1.31	

Italia

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	0.7	01/05/2020	-2.87
	IT	4.25	01/09/2019	-2.79
	IT	0.35	15/06/2020	-2.74
	IT	0.2	15/10/2020	-2.70
	IT	4.25	01/03/2020	-2.70
	IT	0.65	01/11/2020	-2.68
	IT	4	01/09/2020	-2.65
	IT	0.05	15/10/2019	-2.65
	IT	3.75	01/03/2021	-2.61
	IT	1.5	01/08/2019	-2.58
	IT	4.5	01/02/2020	-2.58
	IT	3.75	01/05/2021	-2.55
	IT	0.45	01/06/2021	-2.50
	IT	1.05	01/12/2019	-2.46
	IT	3.75	01/08/2021	-2.43
	IT	4.75	01/09/2021	-2.36
	IT	0.35	01/11/2021	-2.33
IT	2.15	15/12/2021	-2.25	
IT	5.5	01/09/2022	-2.25	
IT	1.35	15/04/2022	-2.25	

COMPRA	IT	2.8	01/03/2067	0.04
--------	----	-----	------------	------

Bélgica

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA				

COMPRA	BE	2.25	22/06/2023	1.89
	BE	0.2	22/10/2023	1.75
	BE	1.6	22/06/2047	1.67
	BE	3.75	22/06/2045	1.66
	BE	2.25	22/06/2057	1.64
	BE	2.15	22/06/2066	1.63
	BE	4.25	28/03/2041	1.62
	BE	2.6	22/06/2024	1.62
	BE	1.9	22/06/2038	1.61
	BE	1.45	22/06/2037	1.60
BE	5	28/03/2035	1.56	
BE	4.25	28/09/2022	1.53	

Portugal

	País	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	PO	4.8	15/06/2020	-1.17
	PO	3.85	15/04/2021	-0.35
	PO	2.2	17/10/2022	-0.03

COMPRA	PO	4.75	14/06/2019	0.83
	PO	4.1	15/02/2045	0.80
	PO	4.1	15/04/2037	0.74
	PO	4.125	14/04/2027	0.57
	PO	2.875	21/07/2026	0.52



SEMANAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

VALORACIÓN DE CURVA / PLAZOS

Menos 3 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	0.7	01/05/2020	-2.87
	IT	4.25	01/09/2019	-2.79
	IT	0.35	15/06/2020	-2.74
	IT	0.2	15/10/2020	-2.70
	IT	4.25	01/03/2020	-2.70
	IT	0.65	01/11/2020	-2.68
	IT	4	01/09/2020	-2.65
	IT	0.05	15/10/2019	-2.65
	IT	3.75	01/03/2021	-2.61
	IT	1.5	01/08/2019	-2.58
	IT	4.5	01/02/2020	-2.58
	IT	3.75	01/05/2021	-2.55
	IT	0.45	01/06/2021	-2.50
	IT	1.05	01/12/2019	-2.46
	IT	3.75	01/08/2021	-2.43
	IT	4.75	01/09/2021	-2.36
	IT	0.35	01/11/2021	-2.33
IT	0.1	15/04/2019	-1.72	
IT	2.5	01/05/2019	-1.63	
IT	4.5	01/03/2019	-1.41	

COMPRA	AS	3.9	15/07/2020	2.27
	AS	3.5	15/09/2021	2.19
	NE	3.25	15/07/2021	2.18
	GE	2.25	04/09/2020	2.04
	GE	3.25	04/01/2020	2.02
	NE	3.5	15/07/2020	1.98
	GE	2.5	04/01/2021	1.96
	GE	3	04/07/2020	1.92
	GE	0.25	16/10/2020	1.89
	AS	4.35	15/03/2019	1.89
	GE	2.25	04/09/2021	1.85
	GE	0	17/04/2020	1.82
	IR	5	18/10/2020	1.81
	FR	0.5	25/11/2019	1.74
	GE	0	08/10/2021	1.73
	GE	3.25	04/07/2021	1.71
	GE	0	09/04/2021	1.64
	GE	0	14/06/2019	1.62
	NE	4	15/07/2019	1.62
	NE	0.25	15/01/2020	1.33

Entre 3 y 7 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	2.15	15/12/2021	-2.25
	IT	5.5	01/09/2022	-2.25
	IT	1.35	15/04/2022	-2.25
	IT	5	01/03/2022	-2.22
	IT	5.5	01/11/2022	-2.22
	IT	1.2	01/04/2022	-2.22
	IT	0.9	01/08/2022	-2.10
	IT	1.45	15/09/2022	-2.04
	IT	9	01/11/2023	-2.02
	IT	4.75	01/08/2023	-2.00
	IT	4.5	01/05/2023	-2.00
	IT	4.5	01/03/2024	-1.93
	IT	0.95	15/03/2023	-1.92
	IT	1.85	15/05/2024	-1.89
	IT	3.75	01/09/2024	-1.86
	IT	5	01/03/2025	-1.84
	IT	0.65	15/10/2023	-1.84
IT	1.45	15/11/2024	-1.83	
IT	2.5	01/12/2024	-1.75	
IT	1.5	01/06/2025	-1.74	

COMPRA	AS	0	20/09/2022	2.32
	AS	0	15/07/2023	2.19
	AS	1.75	20/10/2023	2.14
	AS	3.4	22/11/2022	2.14
	AS	3.65	20/04/2022	2.08
	AS	1.65	21/10/2024	1.98
	BE	2.25	22/06/2023	1.89
	NE	2	15/07/2024	1.87
	NE	0	15/01/2024	1.83
	NE	1.75	15/07/2023	1.82
	NE	2.25	15/07/2022	1.75
	BE	0.2	22/10/2023	1.75
	NE	7.5	15/01/2023	1.74
	NE	0.25	15/07/2025	1.72
	NE	3.75	15/01/2023	1.72
	GE	0	08/04/2022	1.71
	GE	2	04/01/2022	1.69
	AS	1.2	20/10/2025	1.66
	GE	0	07/10/2022	1.65
	GE	1.5	04/09/2022	1.64

Entre 7 y 12 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	7.25	01/11/2026	-1.93
	IT	2	01/12/2025	-1.77
	IT	4.5	01/03/2026	-1.64
	IT	6.5	01/11/2027	-1.62
	IT	1.6	01/06/2026	-1.61
	IT	4.75	01/09/2028	-1.58
	IT	1.25	01/12/2026	-1.53
	IT	2	01/02/2028	-1.44
	IT	2.2	01/06/2027	-1.40
	IT	2.05	01/08/2027	-1.35
	IT	3.5	01/03/2030	-1.32
	IT	5.25	01/11/2029	-1.24

COMPRA	AS	0.5	20/04/2027	1.77
	AS	0.75	20/10/2026	1.69
	AS	0.75	20/02/2028	1.69
	AS	4.85	15/03/2026	1.65
	NE	5.5	15/01/2028	1.62
	AS	6.25	15/07/2027	1.60
	NE	0.5	15/07/2026	1.58
	NE	0.75	15/07/2027	1.53
	BE	1	22/06/2026	1.48
	BE	4.5	28/03/2026	1.42
	BE	0.8	22/06/2027	1.37
	BE	5.5	28/03/2028	1.35
	IR	0.9	15/05/2028	1.30
	BE	0.8	22/06/2028	1.28
	IR	1	15/05/2026	1.25
	GE	0.5	15/02/2026	1.21
	GE	0	15/08/2026	1.04
	GE	4.75	04/07/2028	0.96
	GE	0.5	15/02/2028	0.96
	GE	6.25	04/01/2030	0.90

Más de 12 años

	Pais	Cupón	Vto.	Z-score
VENTA	IT	6	01/05/2031	-1.22
	IT	5.75	01/02/2033	-0.72
	IT	1.65	01/03/2032	-0.66
	IT	5	01/08/2034	-0.63
	IT	2.45	01/09/2033	-0.62
	IT	4.75	01/09/2044	-0.40
	IT	5	01/08/2039	-0.39
	IT	2.25	01/09/2036	-0.38
	IT	5	01/09/2040	-0.35
	IT	2.95	01/09/2038	-0.32
	IT	4	01/02/2037	-0.29
	IT	3.25	01/09/2046	-0.29
	IT	2.7	01/03/2047	-0.24
	IT	3.45	01/03/2048	-0.23

COMPRA	BE	1.6	22/06/2047	1.67
	BE	3.75	22/06/2045	1.66
	BE	2.25	22/06/2057	1.64
	BE	2.15	22/06/2066	1.63
	BE	4.25	28/03/2041	1.62
	BE	1.9	22/06/2038	1.61
	BE	1.45	22/06/2037	1.60
	BE	5	28/03/2035	1.56
	NE	4	15/01/2037	1.54
	BE	4	28/03/2032	1.50
	SP	4	31/10/2064	1.49
	BE	1	22/06/2031	1.48
	BE	3	22/06/2034	1.47
	NE	2.5	15/01/2033	1.45
	AS	1.5	20/02/2047	1.40
	AS	4.15	15/03/2037	1.33
	NE	2.75	15/01/2047	1.33
	AS	3.8	26/01/2062	1.33
	AS	2.4	23/05/2034	1.32
	NE	3.75	15/01/2042	1.31



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	POS	-9
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.

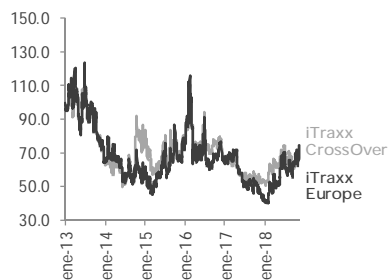


SEMANAL RENTA FIJA / DEUDA PRIVADA

QUÉ HA PASADO EN DEUDA PRIVADA

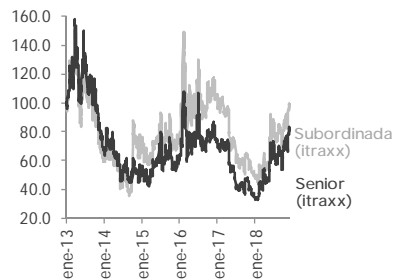
Evolución índice iTraxx Europe y CrossOver. (pb)

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
Coca cola	A+ (abr18)	STBL (abr158)	A1 (Aa3)	STBL	A (feb18)	STBL (feb18)
Novartis	AA- (abr08)	STBL (abr08)	A1 (jul18)	STBL (jul18)	AA- (AA)	STBL
Mastercard	A+ (A)	STBL	A2 (mar14)	STBL (mar14)	-	-
Visa	AA- (A+)	STBL	A1 (jun08)	STBL (jun08)	-	-
Nissan	A (jun17)	REV. NEG (STBL)	A2 (nov18)	NEG (nov18)	-	-
Eutelsat	BBB- (BBB)	STBL	Baa3 (nov13)	STBL (jun16)	BBB (dic16)	-
DIA	B (nov18)	REV. NEG (nov18)	B2 (Ba2)	NEG	-	-
Vinci	A- (mar14)	POS (mar18)	A3 (may16)	STBL (may16)	A- (nov16)	POS (STBL)
KBC	A+ (jul18)	STBL (jul18)	-	-	A+ (A)	STBL

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