

La normalización impulsa el optimismo

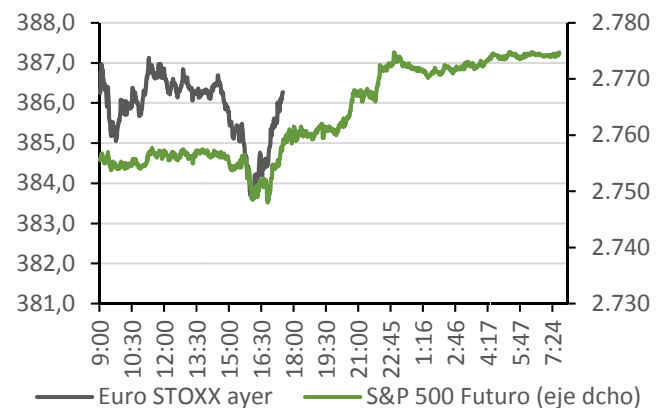
Kudlow (asesor de Trump), rebajó las expectativas que pudieran apuntar a que Trump fuera a moderar el tono con sus socios en la reunión del G7 (comienza mañana e Incluso se ha publicado que Trump podría anunciar nuevos aranceles para Canadá). Atención hoy a la reunión de la OTAN (Pag.5-6). Aun así, el mercado se mantuvo relativamente positivo, destacando en renta variable los sectores más correlacionados con las rentabilidades de la deuda al alza. Los signos de fortaleza económica en EEUU y las palabras de Praet (BCE) en Europa, sirvieron de catalizador.

• **R. Variable:** El alza en las rentabilidades de la deuda impulsa a sectores deprimidos como el Financiero. El mayor riesgo sigue siendo el comercio.

• **Divisas:** Praet (BCE) adelantó las expectativas del mercado respecto al posible calendario de normalización monetaria en Europa, impulsando al euro y las rentabilidades de la deuda (Pag.2 y 3). EUR: podría encontrar resistencia en 1,1850 USD.

• **R.Fija:** En las primas de riesgo, España se desmarca todavía más de Italia (Pag.2-4).

El futuro del S&P500 anticipa...



Hoy estaremos atentos a...

- **Alemania:** Pedidos industriales (8:00) – Decepción-.
- **Eurozona:** PIB revisado 1T18 (11:00).
- **OTAN:** Reunión Ministros de defensa (hoy/viernes Pg 5).
- **Fed:** Bernanke (ex gobernador de la Fed) participa en conferencia sobre “Lecciones tras 10 años de QE” (20:00)
- **EEUU:** Trump recibe al primer ministro japonés (Abe) en la Casa Blanca.

RV EUROPA	Último	%Δ 1D	%Δ 2018	%Δ 12M
Ibex 35	9.792	1,09	-2,51	-10,00
CAC 40	5.458	-0,06	2,73	3,57
DAX	12.830	0,34	-0,68	1,10
Euro Stoxx 50	3.461	0,12	-1,23	-2,63
Stoxx 600	387	0,00	-0,59	-0,65
FTSE 100	7.712	0,33	0,32	2,49
SMI	8.545	0,08	-9,15	-4,32
RV AMÉRICA				
Nasdaq Comp.	7.689	0,67	11,35	22,50
Dow Jones	25.146	1,40	1,73	18,97
S&P 500	2.772	0,86	3,68	14,10
Brasil Bovespa	76.117	-0,68	-0,37	20,91
México IPC	45.182	0,11	-8,39	-8,13
RV ASIA				
Topix	1.789	0,62	-1,59	11,99
Hang Seng	31.416	0,50	5,00	20,95
Shanghai Comp.	3.110	-0,16	-5,95	-0,96

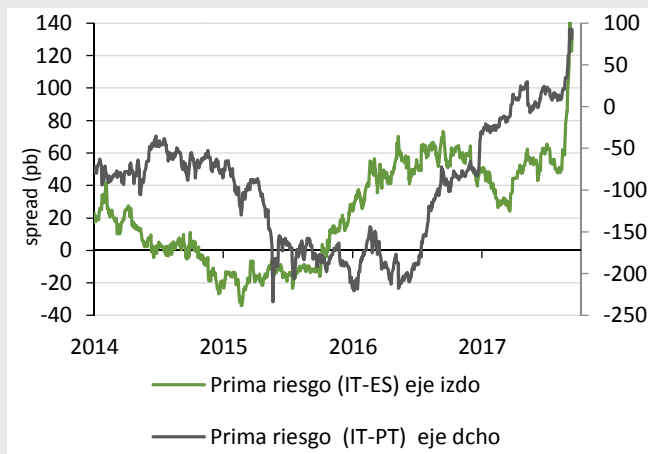
ÍNDICES CDS	Último	Δ 1D	Δ 2018	Δ 12M
Europe	67	3	25	8
Fin Senior	82	3	38	13
Xover	301	8	67	52
PRIMA RIESGO 10A (diferenciales en pb con Alemania)				
España	103	1	-12	-28
Italia	247	8	90	46
Alemania (TIR)	0,47	0,10	0,05	0,21
DIVISAS				
		%Δ 1D	%Δ 2018	%Δ 12M
EUR/USD	1,1800	0,71	-1,63	4,84
EUR/CHF	1,1610	0,66	-0,67	6,94
EUR/GBP	0,8781	0,41	-1,06	1,12
USD/JPY	109,92	0,13	-2,44	0,12
MATERIAS PRIMAS				
Futuro Brent	75,85	0,62	13,43	57,82
Contado Oro	1.297,26	0,12	-0,40	0,84
Futuro Cobre	3,27	2,40	-0,37	28,19

Fuente: Thomson Reuters y MacroYield

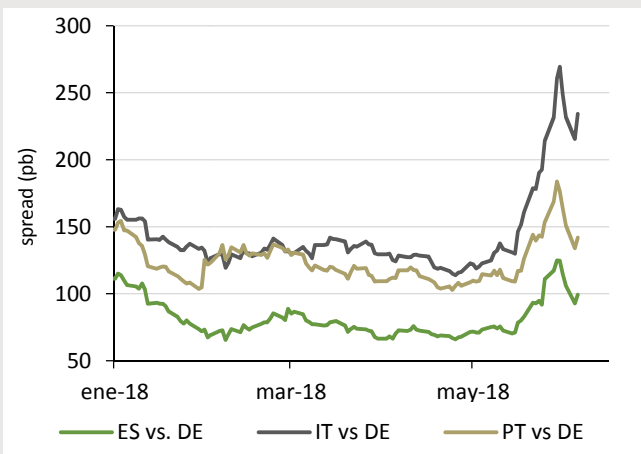
El gobierno de Sánchez se desmarca del de Conte

- Mientras en Europa continúan mirando con escepticismo al gobierno de Conte (Italia), los primeros pasos del gobierno de Sánchez (España) están siendo acogidos con agrado y así lo está reflejando el mercado.
- El perfil **euroescéptico del gobierno italiano** es solo una de las preocupaciones que genera Italia en Europa, también su mayor **propensión al gasto**. El primer ministro italiano volvió a mostrar sus cartas en su discurso de investidura en el Senado ayer, presentando la ya anunciada política fiscal expansiva y su interés en trabajar para terminar con las políticas restrictivas europeas.
- **Sánchez**, por su parte, ha dicho poco por ahora y lo que sabe Europa es que tratará de mantener los presupuestos del PP y que **pretende seguir las reglas fiscales de la UE (aunque será tarea complicada)**. Para Europa, una muestra clara del **compromiso con la ortodoxia europea ha sido la designación de Nadia Calviño** como ministra de Economía, pues es una técnica muy conocida y respetada en Europa, que comenzó a trabajar en la Comisión Europea en 2004 y como directora general de Presupuestos desde 2014.
- El perfil pro-europeo del gobierno español no plantea dudas a Europa y ahora España, pese a haber incrementado su incertidumbre política interna (el desafío catalán sigue en marcha y este gobierno es todavía más débil en el Congreso que el anterior), es vista, en su comparativa con Italia, con mejores ojos por parte de los inversores.
- Los inversores también descuentan en parte la **poca capacidad de acción que tendrá el gobierno de Sánchez y que muy posiblemente sea un gobierno de corta duración**. No habrá que perder de vista, no obstante, que algunas de las reformas realizadas en los últimos años, como la laboral, podrían estar en riesgo con el nuevo gobierno.

Pr.Riesgo: Italia se desmarca de la periferia



Portugal y España son vistas con mejores ojos



Fuente: FactSet y MacroYield

- En la **ampliación de las primas de riesgo de la periferia ayer**, además del riesgo italiano, también participaron los **comentarios de Praet (BCE)**, que adelantaron las expectativas retirada de estímulos del programa QE y de subidas de tipos que estaba cotizando el mercado.
- Las **palabras de Praet** -“las señales que muestran la convergencia de la inflación hacia nuestro objetivo han estado mejorando, y tanto la fortaleza subyacente de la economía en la zona euro como el hecho de que tal fortaleza afecta cada vez más la formación de los salarios, respaldan nuestra confianza en que la inflación alcanzará un nivel inferior, pero cercano al 2% a medio plazo”- mostraron su **confianza en que las señales de debilitamiento económico podrían ser transitorias y en que el objetivo de inflación podría alcanzarse en el medio plazo**. Además, señaló que el comunicado respecto a cuál sería su decisión respecto a cuándo finalizará el QE podría ser la próxima semana (reunión del BCE).

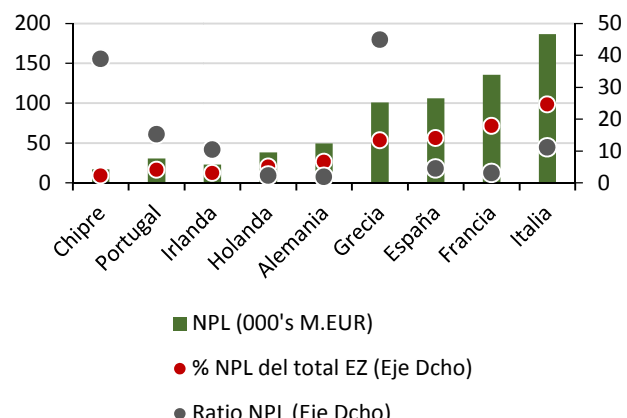
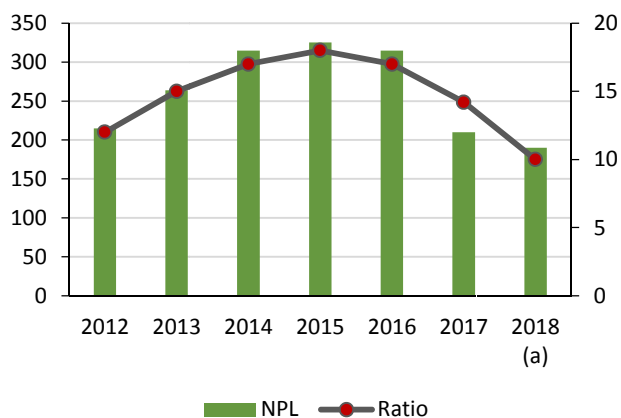
- Así, **el mercado, que venía cotizando que las decisiones del BCE se pudieran retrasar** en un contexto de debilitamiento económico, temor a una batalla comercial y al riesgo político italiano, adelantó de nuevo sus expectativas. El mercado pasó a cotizar con una probabilidad del 70% que la primera subida de tipos sea antes de junio de 2019 y con una probabilidad del 90% a que ésta sea antes de julio de 2019. La semana anterior, con el riesgo político italiano en pleno auge, la mayor parte del mercado situaba la primera subida en octubre de 2019.
- Con la retirada de estímulos por parte del BCE, los países periféricos perderán a uno de sus compradores incondicionales de los últimos años, y el adelanto en las expectativas se ha reflejado en sus primas de riesgo.
- No obstante, el **incremento en las expectativas de tipos es una buena noticia para el sector financiero**, con alta correlación con el repunte de las rentabilidades de la deuda, y el impulso en este sector es una **buena noticia también para la renta variable europea**, con fuerte exposición en este sector.

La banca española también se desmarca de la italiana

- La **banca italiana** venía presentando un comportamiento en la renta variable muy bueno, por la **espectacular mejoría que estaba mostrando en sus niveles de morosidad**. Esta mejoría se basó, en gran parte, en el éxito de su programa de colocación de paquetes de deuda morosa a grandes fondos internacionales, en parte con la garantía del Estado italiano y con la venia del BCE. Este programa de garantías (GACS, por sus siglas en italiano) vencía en septiembre y, según se especula, Italia podría haber solicitado una extensión de hasta seis meses más, extensión que estaba siendo vista con buenos ojos y que ahora podría estar en duda que sea concedida.
- Con la llegada del **nuevo gobierno italiano se cuestiona que se mantenga el éxito en el programa de venta de activos NPLs de Italia** por una doble vía: **1)** el previsible incremento de la deuda italiana ante las nuevas políticas de expansión fiscal y el primer borrador de acuerdo de gobierno entre M5E y la Liga, en el que se incluía la posibilidad de que el BCE condonara deuda a Italia, podría despertar el temor entre los inversores potenciales; y **2)** aunque el contrato de gobierno no fue demasiado claro respecto a qué medidas se tomarán respecto a los rescates ya realizados en la banca, sí se mencionó que se revisarían las condiciones de esos rescates para proteger al inversor minorista, lo que podría hacer tambalear la confianza que hasta el momento había conseguido Italia entre los grandes inversores.
- **Pese a la fuerte mejoría en los niveles de préstamos dudosos, la banca italiana casi duplica el montante de NPL de la española, supone en torno al 25% de toda la banca analizada por la EBA y se mantiene entre las que registran un mayor ratio de NPLs** (11,1% vs. media de la UE del 4% y vs. 4,5% que registra la banca española según datos de EBA).

Italia: a pesar de la impresionante mejoría en NPLs...

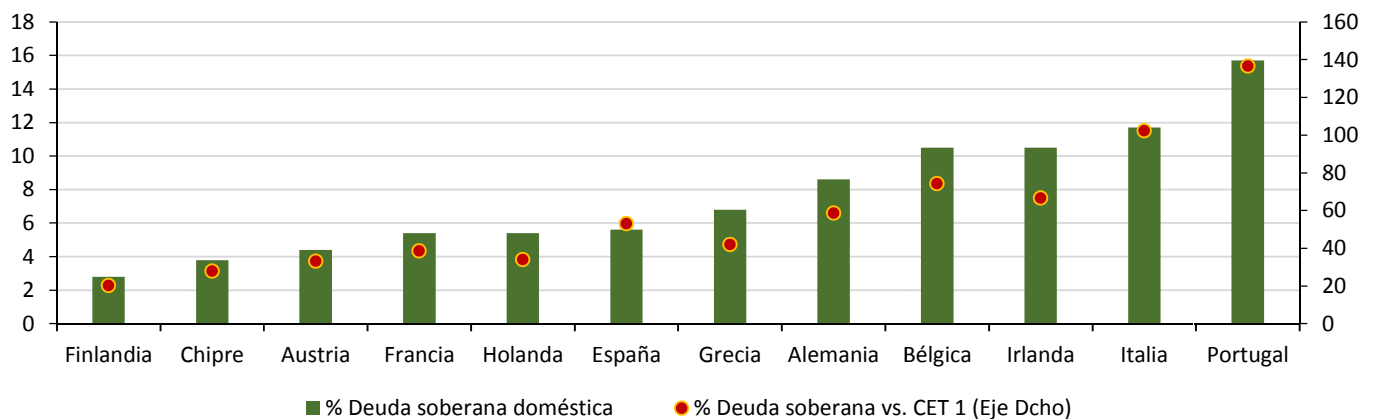
...la banca italiana sigue preocupando (datos 4T17)



Fuente: Banco de Italia, Estimaciones de Fitch (a) –gráfico izquierda-, EBA –gráfico derecha- y MacroYield

- Otra de las grandes preocupaciones respecto a la banca en Europa, herencia en gran parte de la crisis de deuda, es la **importante exposición a la deuda soberana doméstica de sus balances**. En este sentido Italia vuelve a destacar en negativo, lo que supone un temor especialmente relevante en estos momentos, con el bono soberano italiano castigado por el mercado.

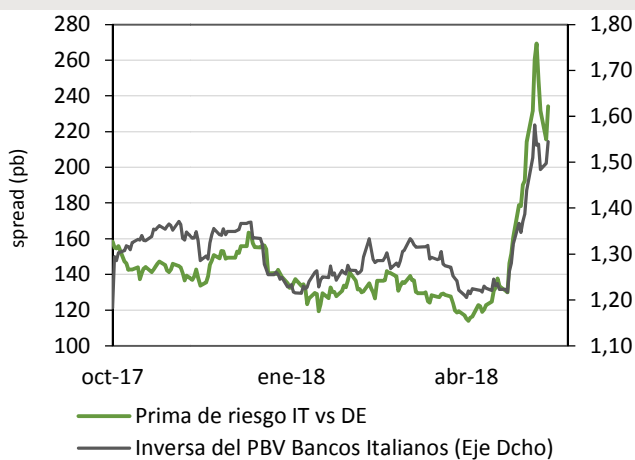
La banca española también compara mejor que la italiana por su menor exposición a la deuda soberana



Fuente: EBA (Datos T17) y MacroYield

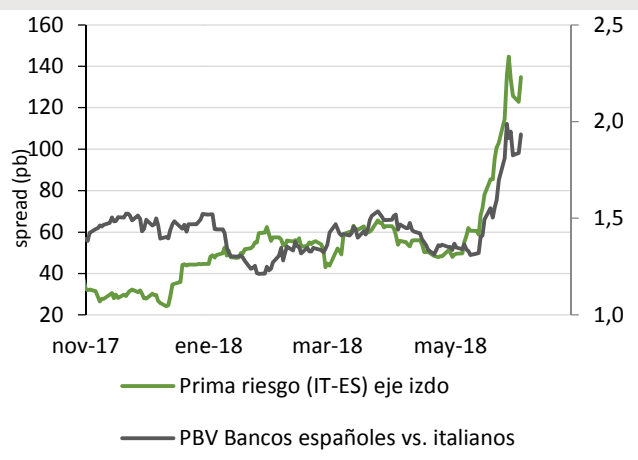
- La **banca italiana está siendo una de las grandes perjudicadas en su cotización** ante el cambio de gobierno y el incremento de la prima de riesgo italiana. El precio valor en libros del agregado de bancos italianos se sitúa muy por debajo de 1x, en 0,66x (5 de junio). La banca española se ve arrastrada también por el riesgo político italiano, su propia debilidad de gobierno y la fuerte exposición de la gran banca a las economías emergentes. El 5 de junio, **la banca española cotizaba a 0,77x PBV, que pensamos no refleja suficientemente la mejor situación y las mejores expectativas de la banca española vs. la italiana en este momento.**

El PBV de la banca italiana, lastrado por la prima



Fuente: FactSet- y MacroYield

El alza en la prima IT ES favorece a la banca española



La Cumbre de la OTAN podría interesar al mercado

- Entre hoy y mañana tendrá lugar la **reunión de los ministros de defensa de la OTAN**, referencia que suele tener implicaciones relativamente bajas para los mercados. En esta ocasión creemos que esta **reunión podría tener una relevancia mayor por dos aspectos principalmente:**

1) Se produce en un **momento especialmente complicado en las relaciones entre los aliados** y, en concreto, entre la UE y EEUU, entre los que se vienen evidenciando discrepancias en asuntos relevantes como es el cambio climático, el cambio de la embajada en Israel o las sanciones a Irán, pero a las que ahora se ha unido la entrada en vigor de los aranceles impuestos por Trump al acero y aluminio. Tanto el Secretario General de la OTAN, como el Secretario de Defensa estadounidense, se han mostrado confiados en que estas discrepancias no afectarán a la solidez de la Alianza.

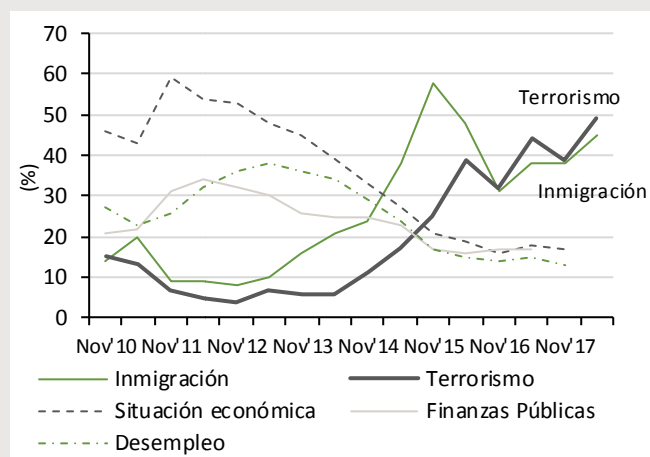
2) Se produce a una semana de que tenga lugar la Cumbre entre **EEUU y Corea del Norte** (12 de junio), a tres semanas de que se celebre la **Cumbre de líderes europeos** del 28 y 29 de junio, donde entre los temas que pretende abordarse destacan precisamente la **Defensa y la Inmigración**, y a un mes de que se celebre la **Cumbre de líderes de los países de la OTAN** (11 y 12 de julio).

- La **Defensa y el control de la Inmigración son aspectos claves para la UE:**

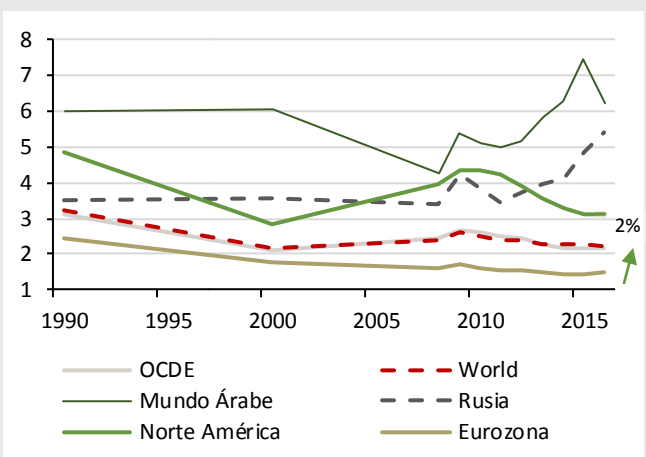
1) Es uno de los **“caldos de cultivo” de los que se están sirviendo los partidos nacionalistas y euroescépticos**, entre otros la Liga italiana. Desde 2012, viene incrementándose la preocupación de los europeos por la Inmigración y el Terrorismo, colocándose entre las mayores preocupaciones en el entorno de la UE y superando con creces desde finales de 2014 a la situación económica o el desempleo. Así, avanzar en esta materia será muy relevante si la UE quiere reforzar la confianza de los ciudadanos europeos. En la medida en que la UE sepa dar respuesta a esta preocupación, el respaldo a los partidos nacionalistas y euroescépticos podría verse debilitado.

2) Europa viene faltando a su compromiso de incrementar el gasto en Defensa, y así se lo está haciendo ver Trump. La **UE se había comprometido en 2014 a aumentar el gasto en defensa hasta un 2% del PIB**, y EEUU está apremiando a los países que están lejos de cumplirlo (sólo superan el límite actualmente Reino Unido, Polonia, Grecia, Rumanía y Estonia y, están cerca de alcanzarlo Francia, Letonia y Lituania. España es uno de los que más deberes tendrá que hacer (según datos de SIPRI, destinó un 1,2% a defensa en 2017). Otro de los aspectos que quiere abordar Trump es la posible duplicidad de esfuerzos entre la OTAN y el recién iniciado PESCO europeo.

Preocupación por la inmigración sigue creciendo



Necesidad de incrementar el gasto en defensa

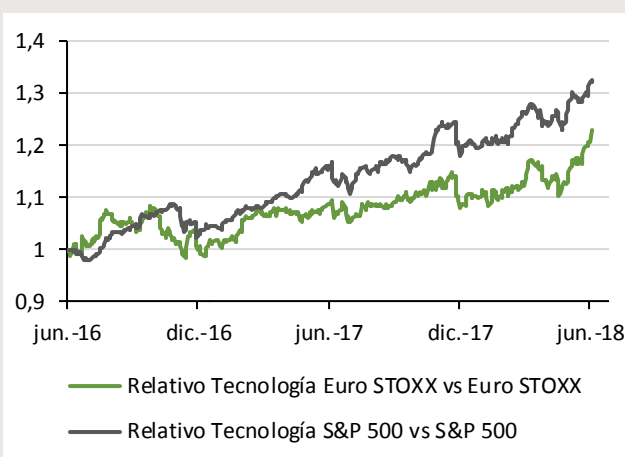
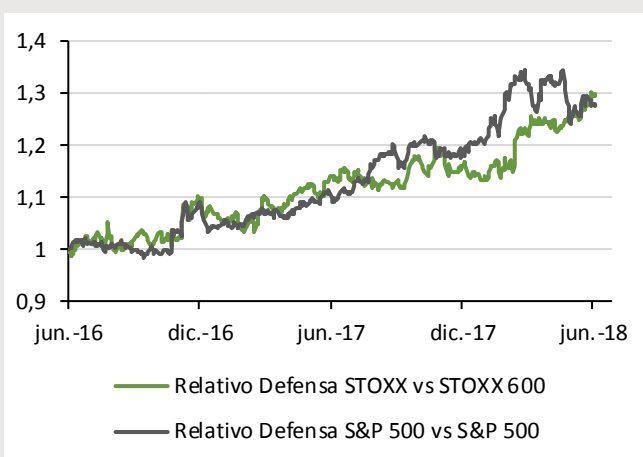


Fuente: Eurobarómetro (junio'18): Contestación a: Dígame sus principales preocupaciones en el entorno de la UE (Izda)-; SIPRI 2017 (Dcha) y MacroYield

- Esta es una **buena oportunidad para que Europa incremente sus inversiones con la mirada puesta también en la innovación tecnológica**, con lo que pensamos que los valores ligados a la defensa y la tecnología serían una buena apuesta de cara al previsible avance que realice Europa en esta materia.
- La **batalla de aranceles iniciada desde la Administración de EEUU podría mantener a la UE poco clara respecto a sus intenciones para gravar fiscalmente a las grandes compañías tecnológicas**, aunque el anuncio de este nuevo gravamen podría darse en cualquier momento, por lo que seleccionaríamos compañías menos expuestas a este posible gravamen.

El sector Defensa viene comportándose mejor que el índice de referencia en EEUU y Europa

El sector Tecnología también se ha comportado mejor que el índice, pero podemos encontrar oportunidades



Fuente: FactSet y MacroYield

Próximas referencias económicas

Día	Hora	Economía	Indicador	Periodo	Consenso	Previo
7 jun 2018	08:00	Germany	Industrial Orders MM	Apr	0,8%	-0,9%
7 jun 2018	09:30	United Kingdom	Halifax House Prices MM	May	1,0%	-3,1%
7 jun 2018	11:00	Euro Zone	GDP Revised QQ	Q1	0,4%	0,4%
7 jun 2018	11:00	Euro Zone	GDP Revised YY	Q1	2,5%	2,5%
7 jun 2018	13:00	Brazil	IGP-DI Inflation Index	May		0,93%
7 jun 2018	14:30	United States	Initial Jobless Claims	28 May, w/e		221k
7 jun 2018	14:30	United States	Continued Jobless Claims	21 May, w/e		1,726M
7 jun 2018	15:00	Mexico	Headline Inflation	May		-0,34%
7 jun 2018	15:00	Mexico	Core Inflation	May		0,15%
7 jun 2018	15:00	Mexico	12-Month Inflation	May		4,55%
7 jun 2018	21:00	United States	Consumer Credit	Apr	13,00B	11,62B
8 jun 2018	01:50	Japan	Current Account NSA JPY	Apr	2.096,5B	3.122,3B
8 jun 2018	01:50	Japan	GDP Rev QQ Annualised	Q1		-0,6%

Día	Hora	Economía	Indicador	Periodo	Consenso	Previo
8 jun 2018	01:50	Japan	GDP Revised QQ	Q1		-0,2%
8 jun 2018	01:50	Japan	GDP Cap Ex Rev QQ	Q1		-0,1%
8 jun 2018	08:00	Germany	Industrial Output MM	Apr	0,3%	1,0%
8 jun 2018	08:00	Germany	Exports MM SA	Apr	0,05%	1,70%
8 jun 2018	08:00	Germany	Imports MM SA	Apr	0,7%	-0,9%
8 jun 2018	08:00	Germany	Trade Balance, EUR, SA	Apr		22,0B
8 jun 2018	08:45	France	Industrial Output MM	Apr	0,3%	-0,4%
8 jun 2018	14:00	Brazil	IPCA Inflation Index MM	May		0,22%
8 jun 2018	14:00	Brazil	IPCA Inflation Index YY	May		2,76%
8 jun 2018	16:00	United States	Wholesale Invt(y), R MM	Apr		0,2%
8 jun 2018		China (Mainland)	Exports YY	May		12,9%
8 jun 2018		China (Mainland)	Imports YY	May		21,5%
8 jun 2018		China (Mainland)	Trade Balance USD	May		28,78B

Fuente: Thomson Reuters

**Información de contacto:****Antonio Zamora**

antoniozamora@macroyield.com

+34 619 815 000

Paseo de la Castellana 127

Patricia García

patriciagarcia@macroyield.com

+34 670 780 099

Información importante y de su interés

MacroYield, S.L. es una empresa de análisis de estrategia de mercados financieros independiente, inscrita en el Registro Mercantil de Madrid. Todas las recomendaciones de inversión siguen un proceso minucioso de análisis independiente, sin ningún tipo de motivación externa que pudiera influir en ellas, salvo, y exclusivamente, el interés de nuestros clientes.

Los análisis emitidos por MacroYield, S.L. están dirigidos exclusivamente a inversores institucionales que, tal como establece la Directiva europea sobre mercados de instrumentos financieros, son aquellos que tienen la experiencia y los conocimientos necesarios para tomar sus propias decisiones de inversión y para valorar los riesgos que asumen. Se consideran profesionales las entidades que deben ser autorizadas o reguladas para operar en los mercados financieros (entidades de crédito, empresas de inversión, compañías de seguros, organismos de inversión colectiva, fondos de pensiones e inversores institucionales en general), grandes empresas que cumplan determinados requisitos de fondos propios y volumen de negocio, gobiernos y organismos públicos. En principio, y salvo solicitud en contra, se presupone que un inversor profesional precisa un nivel de protección inferior al que la normativa establece para inversores particulares.

Ninguna parte de este documento puede ser copiada o duplicada de ningún modo, reproducida, redistribuida o citada sin el permiso previo por escrito de MacroYield, S.L. Queda prohibida la distribución del presente informe en Estados Unidos, y en todas aquellas jurisdicciones en que la misma pueda estar restringida por la ley.

Sistema de recomendaciones:

Las opiniones y recomendaciones que podrá encontrar en este informe, reflejan la opinión personal, independiente y objetiva de cada uno de los analistas de MacroYield, S.L. en el momento de la emisión de este informe y están basadas en hipótesis razonables sobre diversas variables en la fecha de publicación y, en su caso, en modelos de valoración propios disponibles en las bases de datos de MacroYield, S.L. La evolución posterior de alguna de las variables consideradas podría motivar un cambio de recomendación mediante un nuevo informe de análisis, sin que exista un calendario de revisiones de dichas recomendaciones previsto en todos los casos. La remuneración de los analistas que han elaborado este informe no está vinculada, ni directa ni indirectamente, a las recomendaciones u opiniones expresadas en los mismos.

El presente informe ha sido preparado por MacroYield, S.L., basado en información pública disponible y empleando información de fuentes consideradas fiables, pero MacroYield, S.L. no se hace responsable ante posibles errores en dichas fuentes ni en su elaboración, ni se responsabiliza de notificar cualquier cambio en su opinión o en la información contenida en el mismo o utilizada para su elaboración.

Este informe ha sido elaborado por MacroYield, S.L. con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y no asume el compromiso de comunicar posibles cambios ni de actualizar el contenido del presente documento. En ningún caso el presente informe contiene recomendaciones personalizadas, y tampoco implica asesoramiento en materia de inversión. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base a ningún contrato o compromiso de inversión.

Los inversores deben tomar sus propias decisiones de inversión, basadas en sus objetivos específicos de rentabilidad y de posición financiera y empleando los consejos independientes que consideren oportunos, y no simplemente en el contenido de este informe. Las inversiones comentadas o recomendadas en este informe podrían no ser interesantes para todos los inversores. MacroYield, S.L. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada o resultados históricos de las inversiones no garantizan la evolución o resultados futuros. El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor, incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos. Cuando una inversión se realiza en una moneda distinta de la de referencia del inversor, la evolución del tipo de cambio podría afectar a la inversión negativamente, tanto en su valor de mercado como en su rentabilidad.