

LOS MERCADOS

Deuda	EEUU	var	ALE	var	ESP	var	Bolsas	Cierre	% Día	% Sem.	Volatilidad	cierre	var
2 años	0,19	0,2	-0,67	-1,8	-0,39	-0,3	Eurostoxx50	3.269	0,6	3,7	Eurostoxx50	32,21	-2,83
3 años	0,22	-0,3	-0,69	-0,8	-0,25	-0,1	Ibex35	7.414	0,3	1,7	S&P500	35,12	2,18
5 años	0,33	-0,2	-0,66	-0,6	-0,10	-0,2	FTSE100	6.293	1,1	3,1			
10 años	0,69	-0,3	-0,42	-0,4	0,49	-0,2	S&P500	3.098	-0,6	1,9			
30 años	1,45	-0,4	0,01	-0,5	1,30	0,2	Nikkei225	22.454	-0,1	4,3			

iTraxx Europa	5 años	var	CDX S22	5 años	var	Divisas	cierre	var	23/06/2019	M. Primas	Cierre	% Día
Main	67,05	1,1	Inv. Grade	77,03	1,8	USD/EUR	1,120	0,2	1,139	Crudo WTI	39,48	-0,7
Financiero Senior	76,53	1,0	Hi Yield	100,15	0,0	USD/GBP	1,238	0,2	1,274	Crudo Brent	42,04	-0,3
Financiero Sub.	160,82	2,4	Emerg. Mkt	95,04	-0,4	GBP/EUR	0,905	0,1	0,895	Gas natural	1,69	1,1
Hi vol	--	--	Japan iTraxx	57,11	0,2	JPY/USD	106,88	0,0	107,3	Oro	1.752,1	0,5
Crossover	390,25	6,3	SovX We	--	--	JPY/EUR	119,67	-0,2	122,3	Plata	17,87	1,4

Datos a cierre del viernes, excepto Nikkei, divisas y materias primas tomados a 8:19:13 22/06/2020

NADIE ASUMIRÁ EL COSTE DE OTRO CONFINAMIENTO

- La nueva semana que encaramos quizás pueda “atragantarse” en los mercados, dado que resulta cierto que la red de seguridad en forma de estímulos sigue presente, pero también que algunos pasos clave en este ámbito pueden resultar más costosos de lo previsto por los inversores. En este capítulo se enclava el Plan de Recuperación de la UE, en cuyo caso en Bruselas ya fueron realistas al situar cualquier potencial acuerdo durante un periodo indefinido de julio. Por otro lado, en EEUU, se habla mucho de nuevas medidas de apoyo en lo económico, pero los republicanos del Senado dilatarán el máximo posible cualquier debate a este respecto y los tiempos juegan a su favor.
- El próximo receso de las cámaras estadounidenses se extenderá desde el 3 de julio al 17 de julio coincidiendo con la celebración de la festividad del “Día de la Independencia”. De forma que el plan de infraestructuras por valor de 1 billón \$ de Trump o la propuesta de 1,5 billones \$ en este campo que van a desarrollar los demócratas del Congreso, además de las medidas de entre 1 billón y 3 billones \$ en otros ámbitos (dependiendo de la fuente y de quién sea el artífice), deberán esperar.
- Por lo tanto, en las próximas semanas, el zoco en el que parece haberse convertido EEUU en cuanto a las ofertas de estímulos se plasmará en pocas realidades y esto puede empezar a ser insuficiente para unos mercados que empezarán activar el modo de prudencia de cara a la temporada de resultados del 2tr20 que, cada vez, está más cerca. En esta ocasión, lo importante no serán las cifras empresariales del pasado trimestre, sino qué esperan las compañías del futuro o, más bien, si son capaces de ofrecer estimaciones de dicho futuro. El mero hecho de empezar a ofrecer perspectivas se antojaría más positivo de lo que parece, pues implicaría que comienza a tenerse cierta visibilidad.
- No obstante, antes el protagonismo recaerá en la evolución del COVID-19 que el pasado viernes dejaba otro máximo histórico de nuevos contagios a nivel mundial en un solo día para, a continuación, relajarse las cifras durante el fin de semana. El problema estriba en que ya sabemos que los datos de los fines de semana resultan menos fiables. Una circunstancia que no evitaba que, durante la madrugada, el conocimiento del freno del crecimiento de los nuevos casos en EEUU hasta el 1,2%, en la jornada del domingo, fuera bien recibido por los futuros del S&P500. Los inversores se quedaban con el hecho de que quedaba atrás el ritmo de avance del 1,6% del COVID-19 durante los últimos días en EEUU.

- Sin embargo, en IM preferimos prestar mayor atención a los datos de nuevos contagios en términos absolutos. A la postre, cuando en un país como en EEUU ya se han contabilizado más de 2,3 millones de contagiados, resulta más fácil contar con tasas bajas de crecimiento. Por este motivo, **consideramos más ilustrativa la clara tendencia al alza de la media móvil de 7 días de los contagios en términos absolutos en EEUU, la cual ha pasado de mínimos algo por encima de los 21.000 casos en junio a superar los 27.500.**
- Las anteriores cifras cobran importancia porque los inversores siguen considerando que el mayor riesgo estriba en que la evolución del COVID-19 provoque un freno de la normalización de la actividad económica o, peor, la reversión de este proceso. De momento, en el caso de EEUU, empiezan a darse noticias que harían un poco más probable el escenario de riesgo. Por ejemplo, Apple comunicaba que cerraría 11 tiendas situadas en Arizona, Florida, Carolina del Norte y Carolina del Sur. En la práctica, estas 11 tiendas no van a cambiar el devenir de una economía de casi 21,5 billones \$, pero la posibilidad de que esta decisión sea imitada por otras compañías puede ser sobredimensionada después de que los mercados hayan experimentado una mejora acelerada. De momento, este riesgo perdía fuerza durante la pasada madrugada gracias a los datos de contagios de COVID-19 del domingo en EEUU. No obstante, el viernes, la decisión de Apple ayudaba a que el S&P500 acabase decantándose por las pérdidas (-0,56%), si bien el Nasdaq asimilaba mejor esta noticia y cerraba plano al considerarse que el grueso de las compañías que conforman este índice podrían superar mejor un rebrote del COVID-19.
- En la práctica, aunque empiece a hablarse de estrés del sistema sanitario en algunas regiones de EEUU o que el elevado número de casos en determinados países garantiza que la enfermedad volverá con cierta fuerza a lugares donde ya parece controlada, lo cierto es que ningún país volverá a tomar medidas de confinamiento a gran escala porque ni querrá ni podrá asumir el coste económico. Así que, en términos generales, la reapertura económica continuará su curso a escala global y, en el futuro, se tomarán acciones mucho más medidas para controlar la enfermedad. Un escenario que limita los pasos atrás en los mercados, pero también pone coto a las mejoras ya que los rebrotes impedirán que la total normalización sea rápida, alimentando así la cautela hacia los tiempos de la recuperación. Todo ello favorecido por el hecho de que otros puntos de incertidumbre irán cobrando importancia, ante un contexto en el que ya no hay ojos sólo para las consecuencias del nuevo coronavirus.

LAS TENSIONES CON CHINA HAN VENIDO PARA QUEDARSE

- Desde hace tiempo, EEUU califica a China de “competidor estratégico” y esto implica que ciertas tensiones han llegado para quedarse mucho tiempo. Las autoridades del gigante asiático han utilizado la estrategia del “palo y la zanahoria” para impulsar su poder. El palo mediante acciones coercitivas a sus vecinos con el fin de dirimir conflictos territoriales; estrategia que se veía potenciada por los pasos para reforzar al ejército chino. Por otra parte, la zanahoria ha tomado forma de proyectos de infraestructuras en países emergentes y otros que no lo son como Grecia, al tiempo que se han impulsado proyectos de colaboración en ámbitos clave de conocimiento y en los que los socios de los chinos han perdido más de lo que han ganado.
- En cuanto a la colaboración e influencia en otros países, la semana pasada los chinos alcanzaban un nuevo hito ya que el banco central de Turquía activaba por primera vez la línea swap en yuanes que mantiene con el PBoC. El uso de esta facilidad permitió que varias empresas turcas pagasen directamente en yuanes la factura de sus importaciones provenientes de China. Un hecho que resulta muy significativo, a pesar de no responder sólo al deseo chino de amasar un mayor poder económico a escala global, sino también a la difícil situación de las reservas internacionales de Turquía como consecuencia del apoyo a la moneda nacional. La lira turca, actualmente, se sitúa en terreno de mínimos frente al dólar al intercambiarse por 6,85 unidades por billete verde, aunque el apoyo dado a la divisa ha llevado a que las reservas internacionales de Turquía pasasen de 105.696 mill. \$ a finales de 2019 a 86.343 mill. \$ el pasado abril.

- **El problema es que, ahora, los chinos parecen dispuestos a aprovechar la situación de debilidad en diferentes países, como consecuencia de la pandemia asociada al COVID-19, para mejorar su posición en distintos ámbitos. Esta situación explica el choque con la India, pero también ha llevado a Europa a plantear medidas para proteger a sus empresas de operaciones indeseadas y ha rescatado el tono beligerante de Trump. No obstante, en el último caso debemos reconocer que el inicio de la campaña electoral en EEUU también ha tenido un papel decisivo.**
- **Entre los puntos expuestos, nos preocupa especialmente el avance de las tensiones de China con sus vecinos y no sólo con la India, también con Japón, Taiwán y Vietnam e, incluso, Australia no dudó en 2017 en revitalizar el proyecto a cuatro bandas, junto a EEUU, India y Japón, llamado “Diálogo Cuadrilateral para la Seguridad” que busca poner coto al poder de China en Asia. Estas cuestiones que serán menores para el devenir de los mercados en un periodo tan corto de tiempo como será esta semana, deben empezar a tenerse muy en cuenta ya que, de evolucionar al alza las tensiones territoriales y políticas entre China y sus vecinos, éstas acabarán por tener su impacto en lo económico y estamos ante la región que ya es la locomotora del crecimiento mundial.**
- De momento, India ya estaría replanteándose su estrategia de afianzar los lazos económicos con China; estrategia con la que se buscó alcanzar una mayor estabilidad geopolítica en el área a cambio de facilitar a las empresas chinas el acceso al mercado indio, pero que se reconoce no ha funcionado. La India con un PIB inferior a los 3 billones \$ no resulta decisiva para China, pero debido a la cercanía y al elevado volumen de población no es un mercado que pueda despreciar. De momento, las autoridades indias se disponen a cancelar múltiples contratos de infraestructuras con grupos chinos, la compañía nacional de telecomunicaciones de India busca una alternativa a los proveedores del gigante asiático y la inteligencia india ha propuesto prohibir 52 apps vinculadas con empresas chinas.
- **A corto plazo, debemos reconocer que China ha tensado la cuerda con India, pero no desea romperla, al igual que ocurre en el caso de EEUU con China. No obstante, con el tiempo, las aspiraciones de control del conjunto de Asia por parte de China tendrán implicaciones económicas, de no redirigirse, si bien esto no ocurrirá en el corto plazo. Por el contrario, lo que sí ocurrirá en los próximos días es que los planes para ejercer un mayor control por parte de Pekín en Hong Kong, a buen seguro, generarán nuevos titulares, a pesar de que la revisión del borrador de la nueva ley de seguridad aplicable al territorio hongkonés abre la posibilidad a que sea menos dura. Empero, Trump utilizará este punto para reactivar el tono de confrontación, apuntando que cualquier ley que cambie el status de Hong Kong resulta inadmisibile.**
- En definitiva, Trump no cejará en la presión sobre China con la vista puesta en las elecciones de noviembre y mantendrá la sombra de la duda hacia el acuerdo comercial, al tiempo que sus colaboradores servirán de contrapeso al dejar claro que el acuerdo sigue vivo con el fin de tranquilizar a los mercados y dar visibilidad a la actividad empresarial. A la postre, esta situación no dará motivos para grandes tropiezos en los mercados, pero tampoco para seguir avanzando en un punto en el que todavía se deben confirmar las mejoras descontadas desde la perspectiva de la economía real. Por lo tanto, cuanto menos, se impone la prudencia en los mercados durante los próximos días, a pesar del tono positivo de los futuros del S&P500 en la apertura del lunes.

PUNTO Y SEGUIDO AL DEBATE DEL PLAN DE RECUPERACIÓN DE LA UE

- **El viernes, el Consejo Europeo no daba sorpresas y terminaba sin grandes avances, recordando que los acuerdos en la UE nunca son fáciles. En principio, la fecha límite para desbloquear la situación es el 27 de julio y, de nuevo, resulta probable que el ruido vuelva a aflorar en una cuestión clave para Europa y esto llevaría a que se asigne una mayor probabilidad a la posibilidad de asistir a un Plan de Recuperación inadecuado en cuanto a las cantidades y sus tiempos. No obstante, dado el coste que esto tendría para el**

mercado único, en IM creemos que el acuerdo respecto al Plan no se dilatará demasiado en el tiempo, aunque no debe descartarse que las negociaciones se adentren en el mes de agosto, y éste será suficientemente ambicioso. En este punto, cuando introducimos el concepto suficientemente se debe a que asumimos que el Plan sufrirá modificaciones en cuanto al endurecimiento de su condicionalidad y al reparto de los 750 mm. € por partidas y países, en concreto, a lo que se refiere a los 310 mm. € de las subvenciones de la Facilidad de Recuperación y Resistencia.

- De momento, los líderes de Austria, Suecia, los Países Bajos, Bélgica e Irlanda exigían cambios en la forma de llevar a cabo la asignación de los citados 310 mm € a los países que han sufrido los peores efectos económicos derivados de la crisis del coronavirus. Por el contrario, la buena noticia es que ningún miembro del club comunitario se opuso a que la UE emita bonos para financiar el Plan de Recuperación y esto facilita, y mucho, la posibilidad de llegar a un acuerdo en unos tiempos razonables. En la misma línea, resulta muy significativo que “los líderes (de la UE) acordaron por unanimidad que la gravedad de esta crisis justifica una respuesta común ambiciosa”, según la presidenta de la Comisión Europea, Ursula von der Leyen.
- De acuerdo con Merkel, el próximo momento clave será a mediados de julio cuando entendemos que se pasará de los contactos a nivel técnico a otros más políticos en forma de un nuevo Consejo Europeo. Así que, hasta entonces, nos queda mucho ruido por delante. No obstante, la canciller apuntaba un aspecto que podría vencer algunas diferencias: “Dejé en claro que consideramos que el período 2021-2024 es muy largo. Creemos que deberíamos comenzar a devolver el dinero ya en este período financiero (entiéndase de la UE en el marco 2021-2027) y no en el próximo”. En otras palabras, podría optarse por acelerar el pago de la deuda vinculada al Plan de Recuperación como gesto hacia los frugales y otros países con el fin de garantizar que la nueva deuda no se va a enquistar, lo cual facilita el acuerdo y explicaría que nadie se opusiese a la emisión de bonos en nombre de la UE.
- Todavía queda mucho por negociar después de un Consejo Europeo en el que lo más reseñable fue el tono cordial y la falta de objeciones en cuanto a cuestiones básicas como la emisión de deuda a cargo de la UE o la propia necesidad de un Plan de Recuperación ambicioso. Primero, debe definirse un sistema de distribución de los recursos que obtenga el visto bueno de todos. El mecanismo propuesto por la Comisión y que asigna especial protagonismo a la tasa de desempleo de los últimos cinco años causa algunas reservas, existiendo quien aboga por dar mayor importancia a las tasas de mortalidad causadas por el COVID-19 o a las previsiones de crecimiento. La cuestión es que la inclusión de estos criterios también beneficiaría a Italia y España, dado que existe un consenso generalizado respecto a que en ambos países la recuperación llevará más tiempo que en el promedio de la UE y, además, atesoran los peores ratios de defunciones por millón de habitantes derivadas del COVID-19, siendo superados sólo por Bélgica.
- Por lo tanto, el criterio de reparto de la Comisión Europea que, además de en la tasa media de desempleo entre 2015 y 2019, se sustenta en aspectos tales como la renta per cápita o la población, se antoja más adecuado de lo que parece. De hecho, también beneficiaría a otros países como Croacia, Rumanía o Hungría, debiendo recordar que los húngaros encabezan uno de los grupos críticos con el Plan de Recuperación. Desgraciadamente, se impone asumir que la cuestión es mucho más simple desde la perspectiva del reparto: algunos países consideran excesivos los recursos que recibirían España e Italia. Así que, para lograr el acuerdo, seguramente haya que ajustar algo a la baja las cantidades a las que podrán acceder ambos países. En el caso del nuestro, en principio, podríamos recibir hasta 140.446 mill. € (casi el 19% del Plan) y, de éstos, 77.324 mill. € se articularían mediante transferencias directas. Por su parte, Italia accedería hasta 172.745 mill. € (casi el 23% del Plan) de los que 81.807 mill. € sería vía subvenciones, situándose Polonia en tercer lugar al poder recibir un total de hasta 64.000 mill. €. Fuera del reparto de préstamos quedarían Alemania y Francia, entre otros países, debido a sus niveles de renta per cápita, pudiendo acceder sólo a parte de las subvenciones.

- En segundo lugar, **la condicionalidad del Plan de Recuperación será el otro gran punto que centrará el debate, dado que se buscará reforzarla y dotar de un carácter más político y menos técnico al mecanismo de control de las reformas exigidas. Alemania y Países Bajos habrían llegado a cierto acuerdo en este punto al abogar por la supervisión directa del Consejo Europeo que sería el órgano encargado de decidir sobre la evolución de dichas reformas, seguramente, mediante la fórmula de la mayoría cualificada.** Luego, los planes de la Comisión que pasaban por una verificación más técnica de las reformas y una influencia bastante limitada de los gobiernos de otros países, probablemente, no vean la luz.
- Por lo tanto, **como dejaban claro desde Suecia, quedan muchas cuestiones por cerrar y, además, en éstas se parte de puntos bastante alejados.** No obstante, **desearíamos que entre las cuestiones a tratar se incluya también la competencia desleal a nivel fiscal realizada por miembros de la UE como los Países Bajos.** Por ejemplo, **el viernes, las acciones de la italiana Campari se revalorizaban casi un 2%, cuando se conocía que su accionista de referencia aumentaría su participación en la compañía con el fin de garantizarse la victoria en la votación en la que se decidirá el traslado del domicilio fiscal de la empresa desde Italia a los Países Bajos.** Sin embargo, Campari seguirá manteniendo sus oficinas centrales en Milán y cotizando en la bolsa de dicha ciudad, sumándose a la lista de empresas de Italia y otros países de la UE que han optado por esta estrategia.

UEM: LOS INDICADORES ADELANTADS APUNTAN AL ALZA

- En Europa no todo es el Plan de Recuperación y, por ejemplo, el BCE nos daba muy buenas noticias al señalar que la mejora del escenario le ha permitido pasar de ofrecer diariamente liquidez en dólares a 7 días, al amparo de los acuerdos con la Fed, a hacerlo sólo tres veces a la semana. No obstante, esto se antoja algo secundario frente a un problema que todavía debe resolverse: **cómo hacer frente al pronunciamiento del Tribunal Constitucional de Alemania respecto a la participación del Bundesbank en los programas de compras del BCE.**
- **En principio, el Comité Financiero del Parlamento de Alemania habría acordado la invitación del presidente del Bundesbank y de un miembro del BCE a una sesión en julio para discutir la cuestión y, sobre todo, transmitir una imagen de transparencia de las acciones del Eurosistema. El formato de la sesión será clave para que nuestro banco central atienda a la invitación, pues sólo lo hará de entender que no menoscaba su independencia.** Ahora bien, **el problema radica en que estamos ante una cuestión que debería solucionarse ya porque el alto tribunal alemán sólo dio un plazo de 3 meses a contar desde el 5 de mayo.**
- Entre los problemas del BCE y las discusiones inacabadas del Plan de Recuperación, en los próximos días, emergerá en la Eurozona una **avalancha de indicadores adelantados que apuntalará el escenario de recuperación gracias** a la normalización de la actividad en distintos ámbitos. Entre todos los indicadores adelantados, **en la jornada del martes, las miradas se centrarán en los PMI de la UEM con el dato manufacturero de junio escalando hasta 45,0 frente a las cifras de 39,4 de mayo, a la sombra de valores de este indicador de 43,0 en Alemania y de 46,0 en Francia.** La mera vuelta a la actividad en distintas factorías justificará la recuperación de estos indicadores, más que el propio avance de la demanda.
- **Una situación diferente se dará en los PMI de servicios, en cuyo caso la escalada desde valores desde 30,5 en mayo hasta cotas de 43,0 en junio sí estará más ligada a la propia mejoría de la demanda, dado el contacto más directo que se da en el sector terciario con el cliente final.** En este caso, se hará patente el efecto de pasar de una situación con la población confinada y cierres forzados de negocios a otra con mayor libertad caracterizada por un escenario en el que los europeos tienen más posibilidades para consumir. **En cuanto al gasto de los ciudadanos de la Eurozona, hoy no pasará desapercibido que su confianza en junio**

escalará 4,3 puntos hasta -14,5 gracias a la progresiva reincorporación a los puestos de trabajo y a la percepción de que lo peor queda atrás.

- **En Alemania, también se publicarán indicadores adelantados de importancia, tales como los IFO** de junio que, este miércoles, esperamos confirmen la continuidad de sus mejoras. En este sentido, esperamos que el índice de expectativas escale hasta 88,0 en junio frente a los valores de 80,1 de mayo o los mínimos de 69,4 de abril. En conjunto, las mejoras serán extensibles a todos los ámbitos de los IFOs, siendo el mejor aval para ello que el tráfico medio semanal de camiones por las carreteras de peaje de Alemania sólo recortaba un -7,4% el pasado 11 de junio, cuando en los peores momentos de la crisis sanitaria se desplomó casi un 17%. Un dato que es sinónimo de normalidad y también será visible en la **mejora del dato de julio de la confianza de los consumidores germanos, elaborado por el instituto Gfk**, hasta valores de -11 frente a las cifras de -18,4 de junio. De la misma forma, esperamos mejoras en los indicadores de adelantados en forma de confianzas que conoceremos en Francia e Italia.

REINO UNIDO: ESCENARIO COMPLICADO

- En el caso de Europa, se impone tratar con más detalle el escenario en **Reino Unido**, a pesar de que la agenda de los próximos días en este país parece casi reducirse a **los PMI preliminares de junio**. Unos datos que, en línea con la progresiva normalización de la actividad, **serán positivos y, de hecho, esperamos que el índice manufacturero pase de valores de 40,7 en mayo a cifras de 46,0 en junio, mientras que su homólogo de servicios pasará en el mismo lapso de 29,0 a 38,0. Un comportamiento que concordará con la sorpresa al alza del viernes de las ventas minoristas británicas**, cuando se conoció que repuntaron un 10,2% m. en mayo frente al 4,1% m. esperado.
- **Sin embargo, las anteriores cuestiones casi serán lo de menos frente al nuevo desafío que emerge como son las negociaciones con la UE y la situación de las finanzas públicas del Reino Unido** en un contexto en el que las acciones del BoE han optado por un apoyo bastante medido. De hecho, antes del encuentro de la autoridad monetaria británica, el 10 años inglés llegó a situarse en 0,16% y el viernes cerraba en 0,235%, al tiempo que paso atrás de la libra hasta intercambiarse por 1,235 dólares (-1,6% vs. máximos del jueves) implica que se considera insuficiente el apoyo que dará la política monetaria a la economía del Reino Unido.
- **En mayo, la deuda pública neta del Reino Unido alcanzó los 1.950 mm. £, es decir, el 100,9% del PIB y esto implicaba superar la cota del 100% por primera vez desde 1963.** No obstante, la cifra alcanzada todavía estaba lejos del 258% alcanzado en 1946-1947 después de la Segunda Guerra Mundial. La cuestión es que las cifras expuestas empeorarán, dado que en el año fiscal que termina en marzo de 2021 el Reino Unido podría sumar nueva deuda por valor de 300 mm. £. Una cantidad que supone doblar el esfuerzo realizado en 2008-2009 durante la gran crisis financiera.
- De momento, **existen motivos para esperar que los citados malos augurios se cumplan, dado que a la factura de los estímulos habrá que sumar la caída de los ingresos y ésta puede superar lo previsto. De acuerdo con las filtraciones recogidas por el Sunday Times, a principios de julio, el ministro de Finanzas de Reino Unido propondrá una bajada temporal del IVA y de algunos impuestos aplicados a las empresas. Una medida que emularía a las tomadas en 2008, si bien estaría pendiente de comprobar cuál es el ritmo real de la recuperación del consumo. Luego, el Tesoro británico tendrá que emitir mucho papel y, de hecho, preocupa quien comprará dicho papel cuando entre abril y finales de julio se plantea vender deuda, en términos brutos, por valor de 225 mm. £ y el BoE ha planteado reforzar sus compras de activos en sólo 100 mm. £. Además, apuntaba que esas compras se prolongarían hasta finales de año y, por lo tanto, esto implica que las adquisiciones de activos resultarán bastante menores en lo que resta de año, pasando de 13,5 mm. £ a la semana a 4,5 mm. £. Por lo tanto, dado el menor apoyo del BoE, se avecinan tiempos de rentabilidades al alza para la deuda soberana de Reino Unido.**

- El anterior posicionamiento emanaba del hecho de que **la economía del Reino Unido se estaría comportando mejor de lo esperado**. Por ejemplo, se planteaba que en el primer semestre la contracción podría alcanzar el 20% frente al 27% que se llegó a dibujar en mayo. En paralelo, los indicadores de alta frecuencia sobre el consumo, tales como los datos de pagos, apuntan que se sitúa en niveles que se esperaban para el 3tr20. La cuestión, desde la perspectiva del mercado, es que estamos ante otro frente, más allá de EEUU, que apunta que los estímulos pueden ser menos importantes de lo esperado en su etapa final. Una realidad que resquebraja uno de los puntos de apoyo de los mercados ya que no sólo se especulaba con una recuperación relativamente rápida, también que ésta ocurriese a la sombra de unos estímulos francamente generosos y esto ya empieza a ser menos evidente en algunos ámbitos del mundo.
- **En el caso del BoE, se plantea un difícil juego de equilibrios y todavía se articula un discurso de riesgos que lleva a no descartar nuevas acciones en su encuentro de agosto, cuando se actualizarán sus previsiones y darán a conocer el Informe de Estabilidad Financiera**. La realidad es que, si ya en junio su economista jefe votaba en contra de nuevos estímulos y consideraba ya “extremadamente acomodaticia” la política monetaria, se antojan complicados nuevos pasos, de confirmarse que la senda de recuperación supera las expectativas. Así que el refuerzo de las compras de activos o el delicado apartado de los tipos negativos, sólo tomarán forma si el escenario empeora. Una circunstancia que, seguramente, no evite que antes el BoE publique un trabajo técnico detallando el efecto de dichas tasas negativas desde la delicada perspectiva del sector asegurador y, también, desde la perspectiva de la llamada “banca en la sombra” y el apalancamiento.
- Mientras tanto, **las negociaciones de las relaciones futuras entre el Reino Unido y la UE no acaban de evolucionar al ritmo que deberían. Los británicos tienen razón cuando apuntan que, de no lograrse un acuerdo para finales de octubre**, resultará muy difícil que existe un marco para relaciones entre ambas partes, dados los complicados procesos de ratificación en la UE. **La noticia positiva es que a partir del 29 de junio se intensificarán los contactos entre ambas partes y, aunque no les guste a los técnicos de Bruselas, el último encuentro entre Johnson y Macron podría hacer dado paso a una potencial solución.**
- **Los británicos estarían dispuestos a aceptar que se apliquen ciertos aranceles, si su marco regulatorio en ámbitos como el laboral, las ayudas de estado o la legislación medioambiental se aleja demasiado de los estándares de la UE. Por lo tanto, vía impuestos a la importación de bienes británicos, Bruselas tendría las herramientas para poner coto a cualquier carrera desregulatoria de los británicos. Sin embargo, los técnicos de la UE dudan de que esta solución sea adecuada**, pues entienden que todo lo que difiera de un “campo de juego común” puede derivar en facilidades para arbitrar la regulación europea desde el otro lado del Canal de la Mancha.
- Desgraciadamente, el escenario económico derivado de la crisis sanitaria hace que ninguna de las dos partes se puede permitir llegar a 2021 sin un acuerdo. Así que un mal acuerdo que, posteriormente, se vaya limando resulta la mejor la opción.

EEUU: ENTRE UNOS DATOS POSITIVOS Y LA COVID

- **La evolución de los nuevos contagios de COVID-19 será seguida muy de cerca en EEUU**, dando un respiro las cifras del domingo cuando estos caían hasta cerca de 26.000 y dejaban atrás los niveles de 33.000 de los días anteriores, permitiendo que el crecimiento de los nuevos contagios se redujese hasta 1,2% y convergiese con su promedio de la última semana. **Un respiro que permitía a los futuros del S&P500 evolucionar al alza durante la madrugada, después del impacto negativo del viernes de la decisión de Apple de cerrar algunas de sus tiendas en EEUU**. Una decisión que alimentaba la cautela, como indicaba la caída del -0,56% del S&P500 a cierre de la sesión que se complementaba con la caída hasta -0,615% del

rendimiento extraído de los bonos estadounidenses a 10 años ligados a la inflación o el repunte del oro del 1,7% hasta 1.752 \$/onza.

- **Los mensajes provenientes del entorno de la Reserva Federal durante la sesión del viernes tampoco animaban al optimismo**, pues el presidente de la institución recordaba el carácter desafiante del escenario y los responsables de los distritos de Boston y Minneapolis describían un escenario bastante sombrío. En el primer caso, Eric Rosengren, apuntaba que los problemas para contener el COVID-19 en EEUU podrían conllevar limitaciones más prolongadas a la actividad y, por lo tanto, “resultar en la reducción del consumo y la inversión y en mayor desempleo”. En el segundo, Neel Kashkari, directamente, apuntaba que su escenario central era acorde con una segunda oleada del COVID-19 que golpee a la economía, al tiempo que apuntaba una recuperación del empleo más costosa.
- No obstante, por si los anteriores apuntes no fueran suficientes, **el vicepresidente de la Fed, Richard Clarida, señalaba que tienen capacidad de llevar sus acciones más allá, lo cual parecía dejar entrever que no dan por hecha la recuperación**. Ante la prudencia de las últimas intervenciones en el entorno de la Reserva Federal, en los próximos días, las miradas estarán puestas en las intervenciones de algunos de sus miembros como Evans, Bullard, Mester, Kaplan y Bostic, si bien esperamos que el tono prudente sea el dominante.
- Todo ello, al tiempo que **Trump inyecta ruido en el frente chino y alguno más, a tenor de unas encuestas que le son cada vez menos favorables. Iowa se decanta del lado demócrata de cara a las elecciones presidenciales de noviembre, al tiempo que los republicanos podrían perder en estados como Nebraska, Michigan, Arizona, Florida y Wisconsin**. Una situación que no sabemos si resultará negativa, en cuanto alimentará la imprevisibilidad de Trump, o positiva al facilitar una nueva carrera al alza de estímulos entre demócratas y republicanos. De momento, lo adecuado es apostar por la prudencia y la imprevisibilidad de Trump.
- En EEUU, **el contrapunto positivo vendrá de los datos macroeconómicos que confirmarán la recuperación de la actividad. En primer lugar, indicadores adelantados** como los PMIs con el índice manufacturero retornando a niveles de 50,0 y el dato del sector servicios quedándose próximo a zona de expansión, pues se quedará en niveles de 48,0. Unos datos que, en el caso manufacturero, se alinearán con el repunte del 10,5% m. de las órdenes de bienes duraderos en mayo sustentado en los pedidos de vehículos. De hecho, sin incluir el equipo de transporte, su avance se quedará en el 2,3% m., si bien estamos en un momento en el que resulta clave sumar y no debemos restar importancia a los datos por la mayor relevancia de un sector. A cambio, la parte negativa de las estadísticas de órdenes es que se verán acompañadas del malísimo desempeño de los embarques de bienes de capital que adelanta un mal dato de inversión en el 2tr20 en EEUU, si bien esto es algo ya asumido.
- Tan importantes como los datos anteriores serán las cifras de ingreso y gasto personal de los estadounidenses que se publicarán el viernes, especialmente las segundas. **El progresivo levantamiento a las restricciones de apertura de los negocios y de la movilidad de las personas se tradujeron en que gastar resultaba más fácil, al tiempo que se ponía en valor una pequeña demanda embalsada. Por lo tanto, esperamos que el gasto personal de los estadounidenses aumente un 9,5% m. en mayo; dato que contrastará con el repunte del 17,7% m. de las ventas minoristas en el mismo mes**, si bien esto será consecuencia con una normalización más lenta en servicios tales como los vinculados con el ocio u otros de carácter personal debido a las propias etapas de la desescalada.
- **En paralelo, el ingreso personal caerá en un -8,0% m. en mayo en un contexto complicado caracterizado por el elevado desempleo, la reducción de las horas trabajadas y el retraso en el pago de las prestaciones desempleo**. Un dato que, aunque parezca complicado, puede convivir con el aumento del gasto personal debido a que, como apuntábamos anteriormente, se beneficia de las menores restricciones al tráfico de personas y a la actividad comercial. No obstante, la combinación de ingresos a la baja y gastos al alza hará que la tasa de ahorro de los estadounidenses se aleje de los máximos del 33% cosechados en abril. Un descenso de la tasa de ahorro que también encontrará respaldo en la mejora de la confianza de los

estadounidenses y reflejada en sus valores de 79,0 en junio, de acuerdo con los cálculos de la Universidad de Michigan.

- **La lista de indicadores que estarán en el punto de mira del mercado continúa con los datos de peticiones semanales de desempleo y beneficiarios de los subsidios de desempleo. En el primer caso, se espera que cedan hasta 1,3 millones después de que la semana pasada sorprendieran negativamente al conocerse que apenas cedían y se mantenían en niveles de 1,5 millones. En este punto, se da un importante debate, dado que las prestaciones primadas de desempleo se consideran que están desalentando la búsqueda de trabajo.** De acuerdo con la Oficina Presupuestaria del Congreso (CBO por sus siglas en inglés), la mayoría de los beneficiarios preferirían continuar sin trabajar en el caso de prolongarse el pago extraordinario por desempleo. Una situación que no sorprende al combinarse el temor al COVID-19 con el hecho de que muchos perceptores ingresan más estando parados que trabajando. Por este motivo, se estaría abogando por transformar dichos pagos en un completo para completar la remuneración de los trabajadores a tiempo parcial o por reducir el pago extraordinario por semana desde 600\$ hasta 300\$. Un debate que, no obstante, parece estéril ya que dicho pago llegará a su fin en julio y los republicanos del Senado de EEUU sólo ven con buenos ojos la introducción de una gratificación por quien encuentre trabajo.
- Los perceptores de subsidios por desempleo también estarán en el centro de las miradas, aunque en este caso las dificultades para hacer una previsión han hecho que no haya un consenso de mercado. La realidad es que forma en la que los estados transmiten los datos y gestionan las prestaciones hacen complicado acertar con la cifra y, de hecho, hay quien especula con que el último dato de 20,5 mill. podría ser empeorado a reconocerse algunas prestaciones con retraso. Además, dados los diferentes planes de ayuda a parados, la cifra real sería otra bien distinta que rondaría los 29 millones.
- **Los indicadores expuestos dejarán en un segundo plano la moderación de la referencia en materia de precios de la Fed, el PCE subyacente, hasta 0,9% a. en mayo, el dato final del PIB del 1tr20 de EEUU (-5,0% trim. a.) o los datos del mercado residencial estadounidense.** En mayo, las ventas de vivienda de segunda mano podrían haber cedido hasta 4,1 mill. anualizados y las nuevas estabilizarse en 630.000.
- Entre todas las cuestiones expuestas en este informe, algunas de signo contrario, **habrá quien opte por la cautela y la prudencia**, pero esto acaba traducándose a limitaciones a las mejoras, por ejemplo, en ámbitos como en las bolsas. A la postre, los tropiezos de gran envergadura son complicados, dado que en la Fed no dudan en actuar en cuanto vislumbran peligro. De hecho, la versatilidad de sus programas y el hecho de que algunos de ellos no están totalmente en marcha o son susceptibles de mejoras, facilitan que la autoridad monetaria pueda realizar gestos que tranquilicen al mercado sin necesitar que medie una reunión de la institución. En este sentido, **los agujeros en los planes de pensiones de los empleados públicos de los estados de EEUU obligarán a reforzar el apoyo de la Reserva Federal a la deuda estatal y municipal.** Por ejemplo, en Illinois el déficit de dichos planes de pensiones ronda los 140 mm. \$.
- Finalmente, **en EEUU, después de la “cuádruple hora bruja” con la que terminábamos la semana pasada y que llevaba a que en las bolsas estadounidenses se intercambiasen el pasado viernes 16 mm. de acciones, un 30% más que en el promedio de los últimos 3 meses, acabaremos la presente semana con otro acontecimiento excepcional que disparará la negociación en las bolsas de EEUU: la actualización anual de los índices FTSE Russell.** La actualización de los índices Russell, que se produce todos los años después del cierre del cuarto viernes de junio, es uno de los días de mayor volumen de operaciones en la renta variable estadounidense. Los cambios en los índices Russell 1000 y Russell 2000 obligan a muchos gestores a ajustar sus carteras a la nueva realidad. Por ejemplo, en 2019, en la subasta de cierre del Nasdaq del día de la actualización de los citados índices, se intercambiaron acciones por valor de 42,59 mm. \$ en apenas segundos. El próximo viernes, el escenario excepcional que vivimos, hará que las acciones del sector salud y de servicios que puedan ser consumidos desde los domicilios serán las grandes protagonistas.

FMI, OPEP Y ARGENTINA

- **El miércoles 24 de junio, el FMI actualizará su escenario para la economía mundial y lo hará a la sombra de los riesgos a la baja, empeorando de forma generalizada sus previsiones respecto a las que esbozó en abril.** Este hecho en sí no supondrá ninguna sorpresa porque la entidad ya ha venido alertando de que la economía mundial caerá más del 3% que vaticinó en abril, si bien la cuestión es cuánto. El promedio de Bloomberg apunta un retroceso del -3,7% en 2020; cifra que nos parece acertada, aunque nosotros preferiríamos movernos en un rango de -3,1% a -3,9%.
- **El presente ejercicio, tanto para lo bueno como para lo malo, ha demostrado estar sometido a una elevada incertidumbre y esto hace que lo adecuado sea moverse con varios escenarios, restando valor a las previsiones que giran alrededor de un solo número. Sin embargo, con independencia de esta opinión, lo cierto es que el FMI debería mostrarse más cauto en el ajuste de sus previsiones para 2020 de lo que desprende su tono.** En el caso de EEUU ya preveía un recorte del -5,9% y la realidad puede estar próxima a esta cifra, al tiempo que para la Eurozona proyectaba un retroceso del -7,5% frente a un deterioro que podría acabar rondando el -8,0%. El crecimiento del 1,2% 2020 que el organismo estimó para China en 2020 tampoco se antoja que debe afrontar grandes revisiones, dado que las autoridades del gigante asiático ya empiezan a especular con cifras de entre el 2% y el 3%.
- Por lo tanto, el grueso de la corrección a la baja de las previsiones del FMI para la economía mundial en 2020 deberá proceder de un ámbito diferente a los expuestos y éste son los países emergentes distintos a China. **Los confinamientos y la falta de control del COVID-19 harán que el crecimiento en naciones como la India ya no sea del 1,9% en 2020 como apuntó el FMI en abril, sino que pase a una situación de decrecimiento. Por su parte, bastante peor será la situación en los países latinoamericanos,** donde la contracción irá bastante más allá del -5,2% que se proyectó inicialmente para este año. Luego, Latinoamérica y países concretos de Asia darán forma a las previsiones más pesimistas del PIB mundial para 2020, pero también a su escenario más prudente en cuanto a la recuperación.
- **Desde la perspectiva del petróleo, los datos de evolución de los contagios del COVID-19 inyectarán ruido en sus precios, si bien la evolución al alza de los indicadores macroeconómicos en ambos lados del Atlántico y el mayor compromiso con los recortes de producción de crudo dentro de la OPEP+ compensarán este hecho.** De hecho, Irak y Kazakstán mostraban su predisposición a compensar su exceso de producción en el pasado cercano mediante la reducción de sus niveles de bombeo en las próximas semanas.
- Finalmente, **Argentina seguirá acaparando la atención después de que su Gobierno extendiese hasta el 24 de julio el plazo para reestructurar deuda por valor de 65 mm. \$.** La extensión llega con los acreedores y el gobierno en un punto muerto, pues un grupo de tenedores de bonos tacha las negociaciones de las pasadas semanas de “fracaso”.

LOS DATOS DEL VIERNES

UEM-19

UEM

Cuenta corriente	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Prev
mm. €	26.9	32.1	37.8	27.4	14.4	n.d.

ITALIA

Cuenta corriente	Dic	Ene	Feb	Mar	Abr	Prev
mm. €	5.5	0.3	4.8	4.2	-0.9	n.d.

PORTUGAL

Precios producción	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Prev
% anual	-0.2	-1.3	-2.1	-5.4	-6.7	n.d.

OTRAS ECONOMÍAS

EEUU

Cuenta corriente	1tr19	2tr19	3tr19	4tr19	1tr20	Prev
mm. \$	-126.6	-127.7	-121.6	-104.3	-104.2	-105

LOS DATOS DEL LUNES

UEM-19

UEM

Confianza consumidor	Feb	Mar	Abr	May	Jun P	Cons
16:00h b.r	-6.6	-11.6	-22.0	-18.8	-14.5	-15.0

OTRAS ECONOMÍAS

EEUU

Actividad Fed Chicago	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Cons
14:30h b.r	-0.14	0.05	-4.97	-16.74	n.d.	n.d.

EEUU

Ventas viviendas 2ª mano	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Cons
16:00h mill. a.	5.42	5.76	5.27	4.33	3.95	4.09

LAS CITAS DEL LUNES

DATOS ECONÓMICOS

Hora	País	Datos	Mes	IM	Consenso	Último
14:30h	EEUU	Actividad Fed Chicago, b.r.	May	n.d.	n.d.	-16.74
16:00h	EEUU	Ventas viviendas 2ª mano,	May		4.09	4.33
16:00h	UEM	Confianza consumidor, b.r.	Jun P	-14.5	-15.0	-18.8

Eventos de la jornada

Hora	País	Acontecimiento
14:00h	UEM	Weidmann y De Guindos (BCE): hablan en Frankfurt.
18:30h	UEM	Lane (BCE): habla en seminario virtual.

Emisiones deuda soberana y BCE

País	Acontecimiento
ALE	Subasta de letras a 6 y 12 meses
FRA	Subasta de letras a 3, 6 y 12 meses
EEUU	Subasta de letras a 3 y 6 meses

Autores

Francisco Vidal

fvidal@grupocimd.com

Gabriel Marquès

gmarques@grupocimd.com

Mariano Valderrama

mavalherrama@grupocimd.com

Contacto

Intermoney S.A.
Calle Príncipe de Vergara, 131 – 2ª planta. 28002 Madrid
Tel: 914 32 64 64

 **Twitter**

http://twitter.com/intermoney_sa

ADVERTENCIA LEGAL

El presente informe refleja la opinión leal e imparcial de Intermoney con los destinatarios de la misma y recoge datos que consideramos fiables. Sin embargo, el hecho de que existan múltiples factores y variables de tipo económico, financiero, jurídico, político que afectan a la misma, que son por su propia naturaleza incontrolables e impredecibles y que el informe se elabora a partir de datos suministrados por fuentes sobre las que Intermoney no siempre tiene control y cuya verificación no siempre es posible, hace que Intermoney, no garantice la corrección de la información. En consecuencia Intermoney no asume responsabilidad alguna por los daños y perjuicios derivados de errores y/o incorrecciones o de la inexactitud en la información y opiniones suministradas. Los destinatarios tomarán la información recibida por Intermoney como una opinión más con las limitaciones que le afectan.

El presente informe no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente informe debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstas no han sido tomadas en cuenta para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

Los destinatarios aceptan el hecho de que la información suministrada por Intermoney no implica en ningún caso recomendación de compra o venta de instrumentos financieros o de cualquier otra operación financiera, por lo que Intermoney en ningún caso podrá ser objeto de reclamaciones por, pérdida, daño, coste o gasto alguno derivado del uso de la información. Ninguna parte de este documento puede ser: (1) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (2) redistribuida o (3) citada, sin permiso previo por escrito de Intermoney S.A. El destinatario será el único responsable de las consecuencias que se pudieran derivar de tales acciones, así como la salvaguarda de la información suministrada, debiendo tomar las medidas de seguridad apropiadas para la protección contra el acceso o difusión no autorizados.

El presente informe ha sido emitido conforme a la Legislación Española y, por lo tanto, su uso, alcance e interpretación deberán someterse a dicha Legislación.

El presente informe no podrá ser transmitido ni ser objeto de uso, ya sea total o parcialmente, a los EE.UU. de América ni a personas o entidades jurídicas americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá, entre otras consecuencias, constituir una infracción de la legislación de los EE.UU. de América.

Información adicional: Intermoney. Tel: 914 32 64 00. Calle Príncipe de Vergara, 131 – 2ª planta. 28002 Madrid.

E-mail: imanalisis@grupocimd.com

©Intermoney.