

## LOS MERCADOS

Deuda	EEUU	var	ALE	var	ESP	var	Bolsas	Cierre	% Día	% Sem.	Volatilidad	cierre	var
2 años	0,13	0,2	-0,71	-0,2	-0,52	-0,4	Eurostoxx50	3.191	-0,1	1,7	Eurostoxx50	26,82	0,28
3 años	0,16	-0,3	-0,76	-0,8	-0,44	-1,2	Ibex35	6.755	0,4	1,9	S&P500	27,63	0,93
5 años	0,28	-0,3	-0,73	-0,4	-0,32	-1,1	FTSE100	5.902	0,4	1,0			
10 años	0,70	0,3	-0,54	0,0	0,22	-1,1	S&P500	3.348	-1,0	1,5			
30 años	1,50	1,3	-0,10	0,3	1,03	-1,9	Nikkei225	23.323	1,3	-0,8			

iTraxx Europa	5 años	var	CDX S22	5 años	var	Divisas	cierre	var	07/10/2019	M. Primas	Cierre	% Día
Main	58,42	0,1	Inv. Grade	59,39	0,9	USD/EUR	1,173	0,2	1,097	Crudo WTI	38,00	2,6
Financiero Senior	76,58	0,0	Hi Yield	104,34	0,0	USD/GBP	1,294	0,0	1,229	Crudo Brent	40,15	2,2
Financiero Sub.	150,59	0,1	Emerg. Mkt	93,85	0,0	GBP/EUR	0,907	-0,2	0,893	Gas natural	2,55	4,4
Hi vol	--	--	Japan iTraxx	68,11	-0,1	JPY/USD	105,56	-0,3	107,26	Oro	1.893,6	-0,3
Crossover	340,98	0,1	SovX We	--	--	JPY/EUR	123,86	-0,4	117,66	Plata	23,83	0,4

Datos a cierre del viernes, excepto Nikkei, divisas y materias primas tomados a 7:44:57 05/10/2020

## ASPECTOS CLAVE

- El protagonismo de la política irá en aumento en los próximos días y esto será sinónimo de más movimientos en los mercados. Los futuros del VIX con vencimiento en noviembre y diciembre, tal y como apuntábamos el pasado viernes, son la mejor prueba de que los inversores ya esperaban un escenario de volatilidad al alza en la renta variable estadounidense en las próximas semanas; circunstancia que, a su vez, permite inferir que el escenario en los mercados globales tampoco se caracterizará por la tranquilidad y, cada vez, sean más los que implementen estrategias para aprovechar o defenderse del esperado aumento de la volatilidad. Las elecciones estadounidenses representan el principal foco de incertidumbre política, pero no son el único ya que los estímulos fiscales todavía darán mucho de lo que hablar en EEUU, el *brexit* todavía dista de haber escrito el último capítulo y el Plan de Recuperación de la UE aún no está cerrado.
- En cuanto a las elecciones en EEUU, el contagio de Trump de COVID-19 y su hospitalización han supuesto una fuente adicional de inestabilidad, en especial, debido a las informaciones contradictorias respecto a su estado de salud y cuándo enfermó a las que hemos asistido en los últimos días. Sin embargo, todo esto puede quedar rápidamente atrás, si se confirman las previsiones del médico personal de Trump y éste recibe el alta hospitalaria hoy lunes. De forma que, de los tres escenarios que planteábamos a finales de la semana pasada, nos encontraríamos en el primero y esto nos dejará en una situación similar a la existente después del debate del 29 de septiembre, pero a 15 días de las elecciones; momento en el que entendemos que el actual presidente de los EEUU podría desarrollar con total normalidad su campaña. Mientras tanto, cabe esperar que Biden consolide su actual ventaja que, a escala nacional, oscila entre los 3 y los 14 puntos de acuerdo con las tres encuestas realizadas después del debate electoral, tal y como puede observarse en el gráfico adjunto.
- La gran diferencia entre la encuesta menos favorable (IBD/TIPP) y la más favorable para Biden (NBC/Wall Street Journal) estriba en que la primera tiene en cuenta una muestra mayor al incluir a los “probables votantes”, mientras que la segunda sólo contabilizaba la respuesta de los “votantes registrados”, en otras palabras, de quienes votarán con una altísima probabilidad. Una vez apuntada la gran diferencia entre las encuestas, las particularidades del sistema estadounidense hacen que la clave esté en los votantes registrados y, por lo tanto, esta circunstancia dota de mayor relevancia a las encuestas más

**favorables a Biden.** Ahora bien, con independencia de nuestra opinión, lo importante es qué apunta el conjunto de las encuestas y, una vez más, ponemos nuestra atención en el ejercicio realizado por Financial Times que tiene en cuenta la totalidad de las encuestas existentes, corrigiendo su importancia en base a su antigüedad. Un ejercicio que arroja que Biden contaría con una ventaja sólida en estados que otorgan 190 votos de colegios electorales y mayor al 5% en otros que suman 89 votos; luego, con una elevada probabilidad, podría alcanzar 279 votos electorales, cuando la mayoría se encuentra en 270 votos.

**(MoE: Margen de error) – RV Votantes registrados y probables votantes '1**

Polling Data						
Poll	Date	Sample	MoE	Biden (D)	Trump (R)	Spread
<b>RCP Average</b>	9/20 - 10/3	--	--	50.6	42.5	Biden +8.1
NBC News/Wall St. Jml	9/30 - 10/1	800 RV	3.5	53	39	Biden +14
IBD/TIPP	9/30 - 10/1	1030 LV	3.5	49	46	Biden +3
The Hill/HarrisX	9/30 - 10/1	928 RV	3.2	47	40	Biden +7
CNBC/Change Research (D)	9/29 - 9/30	925 LV	3.2	54	41	Biden +13
Economist/YouGov	9/27 - 9/30	1350 LV	4.0	50	42	Biden +8
Reuters/Ipsos	9/25 - 9/29	864 LV	3.8	51	42	Biden +9
Rasmussen Reports	9/23 - 9/29	3000 LV	2.0	51	43	Biden +8
Monmouth*	9/24 - 9/27	809 LV	3.5	50	45	Biden +5
USC Dornsife	9/20 - 10/3	4707 LV	--	52	43	Biden +9
JTN/RMG Research*	9/24 - 9/26	752 LV	3.6	51	45	Biden +6
NY Times/Siena	9/22 - 9/24	950 LV	3.5	49	41	Biden +8

**All General Election: Trump vs. Biden Polling Data**

Fuente: Bloomberg, Markit e IM.  
Actualización: 03/08/2020.

- **La posibilidad de asistir a un disputado resultado electoral que lleve aparejado un largo bloqueo institucional en EEUU no debe descartarse aún**, sobre todo, porque **el brote de casos de COVID-19 en el partido republicano afecta a 3 senadores y esto ha obligado al líder de la mayoría republicana en el Senado, Mitch McConnell, a poner al ralentí la actividad de la cámara durante dos semanas.** En principio, los republicanos, con una mayoría de 53 escaños en el Senado respecto a un total de 100, podrían garantizarse la victoria en las votaciones sin estos tres miembros. Sin embargo, el paso dado por su líder en la cámara pone en riesgo la ratificación del noveno componente del Supremo estadounidense a propuesta de Trump y esto tiene su importancia. En el caso de acabar en la citada corte cualquier cuestión vinculada con los resultados electorales, el empate sería una opción y esto complicaría aún más las cosas. Ahora bien, el término complicar realmente implicaría la prolongación en el tiempo de la situación de bloqueo institucional, pero no perpetuarla en el caso de que exista un pronunciamiento previo de una corte federal. De ser así, prevalecería la sentencia pronunciada por la corte federal que estudió el caso en la última instancia, permitiendo deshacer cualquier embrollo.
- Las ramificaciones de las elecciones en EEUU que se pueden atragantar a los mercados no acaban en el párrafo anterior, dado que **existe otra posibilidad extrema que complicaría mucho la vida institucional estadounidense durante dos años: la victoria de Trump combinada con el control de los demócratas del Congreso y el Senado.** De acuerdo con los últimos sondeos recogidos por RealClearPolitics, tanto republicanos como demócratas contarían con 46 escaños casi garantizados en el Senado y estarían en liza otros 8, de los cuales sólo 1 está ocupando actualmente por un demócrata. Por lo tanto, existe la posibilidad de que los demócratas se hagan también con el Senado y conserven el Congreso; situación que de coexistir con la victoria de Trump, implicaría que el bloqueo en aspectos básicos de la gobernanza de EEUU podría extenderse durante un período mínimo de 2 años.
- En suma, **de aquí al 3 de noviembre, resulta razonable esperar que la situación política en EEUU dé forma a cierta prima de riesgo en los mercados y a una volatilidad al alza. Una situación que no será extrapolable a la jornada de hoy en el caso de confirmarse el alta hospitalaria de Trump, pues ésta daría forma a un paréntesis en las preocupaciones políticas surgidas en EEUU.** En este sentido, cabe recordar la

reacción de los mercados durante la jornada del viernes a las informaciones del contagio de Trump por COVID-19. La reacción inicial, ante la duda, fue el incremento de la aversión al riesgo como consecuencia del repunte de la incertidumbre. Posteriormente, durante la tarde, las informaciones apuntando una sintomatología leve del presidente de EEUU se plasmaron en una mejoría de la renta variable y ventas en la deuda soberana. Por lo tanto, lo importante es que los mercados reaccionaban rápidamente a las informaciones sobre la salud de Trump y, si se confirma su alta hospitalaria hoy, la política en EEUU nos dará un respiro pasajero que permitirá el avance de la renta variable y un ligero sesgo a la depreciación del dólar en el inicio de la semana.

- Ahora bien, con independencia de lo que ocurra hoy, **el viernes pasado se volvió a dar una situación en los mercados, ante un escenario de avance de la incertidumbre**, que no debe pasarse por alto. **El S&P500 cedía un -0,96% y el Nasdaq un -2,22%** mientras que **el rendimiento del T-Note a 10 años aumentó hasta 0,702%** (+2,3 p.b), es decir, **en una jornada en la que aumentó la percepción del riesgo, las posiciones en deuda soberana estadounidense no sirvieron para compensar el deterioro de la exposición a la renta variable de EEUU**. Una situación que no es nueva y recuerda la complejidad adicional que está tomando la gestión de activos. Ahora bien, la pregunta es dónde se fue el dinero y, dado el comportamiento del oro, podemos apuntar que, en estos momentos, en cuanto aflora el riesgo, se recuerda que la liquidez es un activo más en las carteras.
- **La anterior realidad encajaría con la apreciación del yen de finales de la semana pasada** hasta 105,295 unidades por dólar, la cual **no debe achacarse a su supuesto papel de refugio para los inversores mundiales**. **La combinación de la cercanía del fin de semana con el repunte del riesgo percibido en EEUU**, a buen seguro llevó a muchos inversores japoneses a reducir su exposición a este país y retornar recursos a Japón. De hecho, **dado el aumento de la volatilidad que se anticipa en EEUU como consecuencia de las elecciones, los inversores nipones podrían llevar días refugiándose en su país**. Un extremo que encajaría con los flujos de fondos de inversión de Bank of America, según los cuales la renta variable japonesa recibió el mayor flujo de entrada en 9 semanas en el periodo semanal transcurrido hasta el 30 de septiembre.
- En el pasado, **lo ocurrido el viernes desde la perspectiva japonesa, lo hubiéramos achacado a las posiciones de carry trade ya que era muchísimo más barato financiarse en yenes que en dólares**. Como bien sabemos, años atrás, en cuanto se daba un episodio de inestabilidad, solía ser habitual el cierre de posiciones en los mercados afectados y la generación de importantes flujos hacia el yen. Sin embargo, con la financiación a 1 día en EEUU en 0,08% y los tipos a corto plazo en negativo en Europa, movimientos en el yen como el observado el viernes pasado sólo se pueden explicar mediante los flujos de los propios inversores nipones.
- **Lo expuesto en los párrafos anteriores no resulta contradictorio con los datos de flujos de fondos de Bank of America y, en concreto, en lo relativo a la liquidez. En la semana transcurrida hasta el 30 de septiembre, los citados datos informaron de salidas de los fondos monetarios por valor de 19,5 mm. \$**. Sin embargo, **debemos tener en cuenta que en ese periodo rebotó la renta variable**, especialmente la estadounidense, y nosotros nos estamos refiriendo a lo ocurrido en un episodio de inestabilidad concreto como era el vivido a finales de la semana pasada.
- **De vuelta a lo que nos deparará el futuro a corto plazo y después de las confusas informaciones del fin de semana sobre la salud de Trump, parece que hoy asistiremos a su alta hospitalaria**, como venimos apuntando, y **esto esperamos que se traduzca en un respiro en los mercados**, aunque pasajero. La realidad es que los inversores acabarán por volver su vista atrás hacia aspectos tales como los datos de mercado laboral de EEUU del pasado viernes, cuestión que abordaremos más adelante, al tiempo que no perderán de vista las negociaciones de los estímulos fiscales en la mayor economía del mundo.
- **En cuanto a los estímulos fiscales, una de las consecuencias del brote de COVID entre las filas republicanas es que la actividad en el Senado no recuperará la total normalidad hasta dentro de dos**

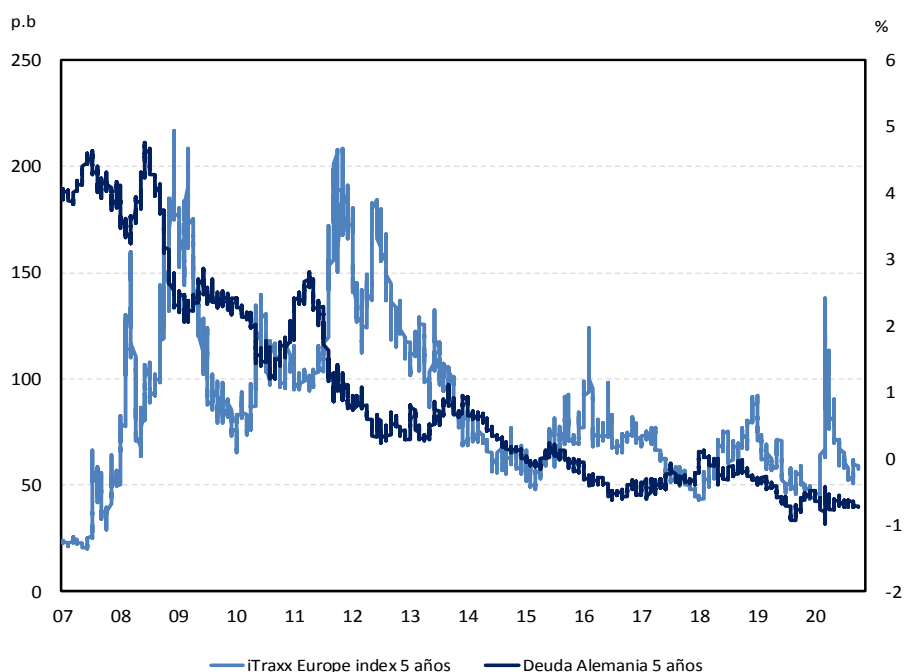
semanas, tal y como apuntábamos anteriormente. De forma que **cualquier acuerdo respecto a la articulación de estímulos a gran escala debería retrasarse en la misma cuantía de tiempo y esto nos lleva a reafirmarnos en que, probablemente, dichos estímulos no llegarán antes del 3 de noviembre**, aunque este fin de semana la demócrata presidenta del Congreso apuntase que se “están realizando progresos”. Otra cuestión diferente es que se desbloqueen ayudas puntuales como las relativas al sector de las aerolíneas, dado que esto es admisible para ambos bandos y la planteada inyección de 25 mm. \$ no se antoja excesiva para dar continuidad a las operaciones de un sector estratégico para la movilidad en EEUU.

- **En Europa, la política tendrá un papel más relevante del que nos gustaría** y no sólo como consecuencia del *brexit*, también debido a una cuestión dejada en el olvido como que **el Plan de Recuperación de la UE no se encuentra totalmente cerrado**. La presidencia de turno de la UE recae en Alemania y sus autoridades “esperan” que en octubre se hayan cerrado los espinosos detalles de la distribución de los recursos del citado plan. Una noticia que debe empezar a preocupar, dado que **no se puede descartar que los detalles finales del Plan de Recuperación se demoren más de lo esperado**, sobre todo, cuando en Europa se vuelve a caer en el error de añadir a la ecuación cuestiones que nada tienen que ver con el objetivo primario de relanzar la economía.
- Finalmente, **Alemania y otros países parecen comprometidos a condicionar los desembolsos del Plan de Recuperación al respeto del estado de derecho**. En este punto, la clave está en si se optará por una fórmula inadmisibles para Polonia y Hungría que dé lugar a su veto o se articulará un mecanismo destinado a blanquear malas conciencias en Bruselas. De momento, la opción dos parece que será la elegida ya que se sabe de la urgencia de empezar 2021 con los mecanismos de recuperación en marcha y el dinero fluyendo hacia los países más necesitados. Así que el bloqueo de la transferencia de fondos resultaría menos automático de lo que se quiere transmitir y, además, estaría vinculado con incumplimientos específicos que afecten a los fondos de la UE. No obstante, aquí el problema radica en que el mero planteamiento de esta posibilidad puede llevar a Polonia y a Hungría a entorpecer el Plan de Recuperación, aunque no creemos que lo bloqueasen ya que también son grandes beneficiarios de los recursos europeos.
- La otra cuestión política que dará mucho de lo que hablar en Europa son las negociaciones de las relaciones futuras entre el Reino Unido y la UE, dado que los británicos están forzando para que antes de mediados de octubre se hayan logrado avances decisivos. **Un horizonte que no resulta casual ya que los días 15 y 16 de octubre tendrá lugar un Consejo Europeo en el que se abordará la situación de la cuestión británica**. Sin embargo, en Europa, debemos ser conscientes que siempre existe una prórroga sobre la fecha límite y el propio negociador jefe de la UE, Michel Barnier, apunta que el 31 de octubre es una referencia más realista para situar un potencial punto de no retorno de las negociaciones.
- Durante el fin de semana, la presidenta de la Comisión Europea y el primer Ministro de Reino Unido confirmaban la existencia de grandes diferencias en los puntos clave y encomendaban a sus negociadores un relanzamiento de los contactos. Por lo tanto, en los próximos días tendremos mucho ruido en este frente y debemos de tener claro que, en Europa, las cosas antes de empezar a mejorar, siempre son susceptibles de verse un poco más negras. En nuestra opinión, el escenario central sigue pasando por un acuerdo de mínimos que permita salvar la bola de partido del 31 de diciembre para, a continuación, seguir negociando un marco más amplio que dé lugar a unas relaciones que generen certidumbre en el largo plazo.
- El problema es que ambas partes todavía no se han movido de sus posiciones de máximos en algunos puntos. Por ejemplo, el Reino Unido debe asumir que la UE no va a permitir que un país con el que hace frontera y cuyos costes de transacción y transporte con su territorio son relativamente reducidos, cuente con una posición competitiva mucho más favorable en relación a los países comunitarios debido a cuestiones tales como regulaciones más laxas y esquemas favorables de ayudas estatales. En paralelo, la ley de mercado interno del Reino Unido, denunciada por la UE, ha abierto un nuevo frente en forma

de mecanismos que realmente garanticen que los británicos honran sus obligaciones. Por el contrario, Bruselas debe dejar algo de margen para que el primer Ministro británico pueda vender un acuerdo en el que su soberanía normativa no se vea seriamente amenazada.

- En la anterior línea, resulta muy significativo que los datos de Bank of America revelasen que, en la semana hasta el 30 de septiembre, la renta variable europea registró los mayores flujos de salida en 13 semanas. En esta línea, tampoco debemos dejar de lado la señal dada por el crédito europeo por medio de los índices iTraxx y, en concreto, el relativo al universo por debajo de grado de inversión. El índice iTraxx Crossover a 5 años ha repuntado desde mínimos de 291,7 p.b a mediados de septiembre hasta situarse en 341 p.b en la actualidad. Un rebote que resulta cierto que se produce después de una importante carrera a la baja del universo *high yield* europeo desde el pasado marzo, al tiempo que el índice se ha relajado algo en los últimos días. Sin embargo, esto no debe llevar a que menospreciemos esta nota de atención ya que podemos estar ante un indicio relevante de que el mercado, más pronto que tarde, exigirá más del BCE.

### Evolución del crédito y deuda soberana (p.b./%) enero 2007 – octubre 2020

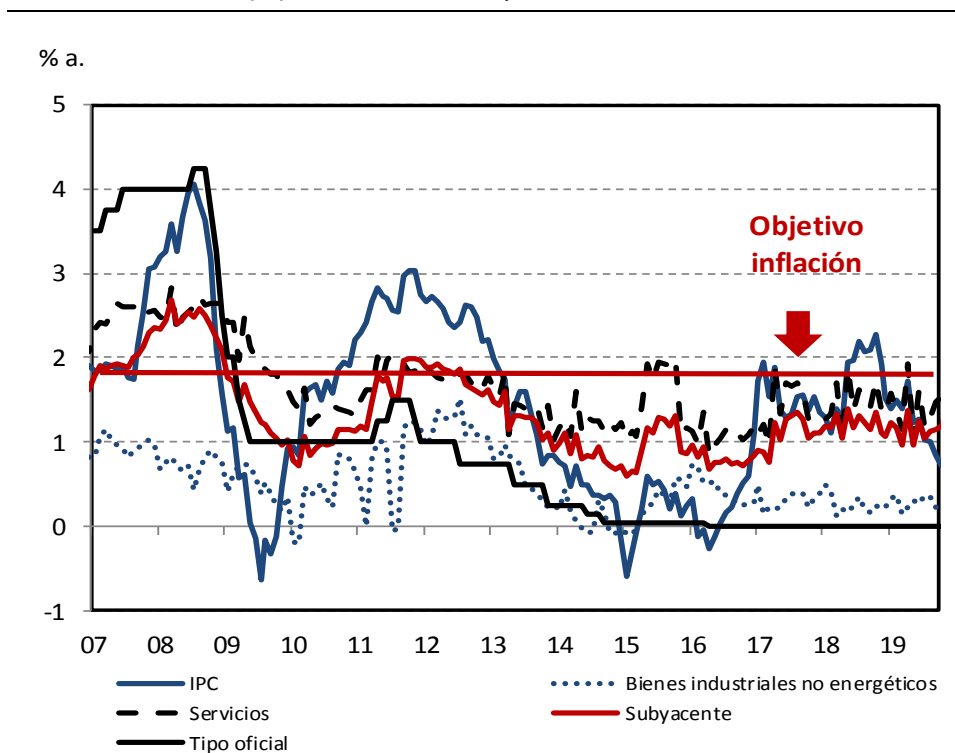


Fuente: Bloomberg, Markit e IM.  
Actualización: 05/10/2020.

- La realidad es que esta crisis ha dejado muchos ángeles caídos cuya deuda ha abandonado el grado de inversión y esto dota de mayor importancia a cualquier fricción en el *high yield*, aunque venga precedida de una mejora intensa. Una parte importante del tejido productivo de la Eurozona depende de que se dé un fácil acceso a la financiación y en condiciones favorables; circunstancia de la que son muy conscientes en Frankfurt. De acuerdo con datos de Refinitiv, en los nueve primeros meses de 2020, las emisiones de *high yield* en Europa cayeron un 29% hasta 66,1 mm. € en relación a 2019 y se situaban en sus peores cifras desde 2012. No obstante, las colaciones de *high yield* por valor de 22,6 mm. € en el 3tr20 comenzaban a devolvernos a los niveles anteriores a la pandemia y el BCE se ocupará de que esto siga siendo así.
- En la parte final del año, ante los importantes desafíos que todavía afronta la Eurozona en forma de riesgos ligados al resurgir del coronavirus y desafíos políticos, sin olvidar los importados de EEUU, será

clave la confianza en que el BCE puede hacer más. De forma que las expectativas depositadas en el refuerzo de sus estímulos serán claves y las filtraciones ya han dejado entrever que se ha empezado a reexaminar y discutir los planes de compra y, en especial, el pandémico. En IM seguimos creyendo que, en diciembre, nuestro banco central dará visibilidad a la continuidad de sus compras de activos hasta finales de 2021 y lo hará mediante su refuerzo en 250 mm. €. Una medida que situamos en el último encuentro del año, y no en el que se celebrará el 29 de octubre, debido a las diferencias existentes en el seno de la entidad y que todavía deben de ser limadas, además de a la cercanía de las elecciones en EEUU que complicará la toma de decisiones de calado en dicho momento. Empero, en el caso de evolucionarse hacia un escenario de bloqueo institucional en EEUU, no dudamos que se actuará en una reunión de emergencia después de la cita del 3 de noviembre con el fin de apuntalar el sistema. No obstante, de no mediar tensión electoral, la reunión clave será la de diciembre ya que, salvo situación de necesidad acuciante, en Frankfurt gusta actuar coincidiendo con la actualización del escenario macroeconómico de la UEM al atesorarse mayor visibilidad del futuro y la próxima actualización llegará en la recta final del año.

### Evolución de la inflación en la UEM (%) enero 2007 – septiembre 2020



Fuente: Eurostat e IM.  
Actualización: 05/10/2020.

- Las actas del encuentro de septiembre del BCE, que conoceremos el próximo jueves, no echarán mucha luz respecto a lo apuntado en el párrafo anterior, pues simplemente vendrán a recoger la predisposición para actuar y recordarán el fallo de comunicación de la entidad en cuanto al euro que se cometió en aquella cita. Un fallo cuya corrección implicó múltiples comparecencias de sus consejeros, aunque ahora la atención se ha desviado hacia cuáles serán los próximos pasos de nuestro banco central.
- El viernes pasado, conocíamos que la inflación de la UEM retrocedió en septiembre una décima más de lo esperado al situarse en  $-0,3\%$  a., al tiempo que su índice subyacente se deterioraba hasta  $0,4\%$  a. Unas cifras que no sorprenden en el BCE debido a que ya había incorporado a su escenario unas malas cifras de inflación en la Eurozona en lo que resta de año e incluso negativas a nivel general, tal y como recordaba su

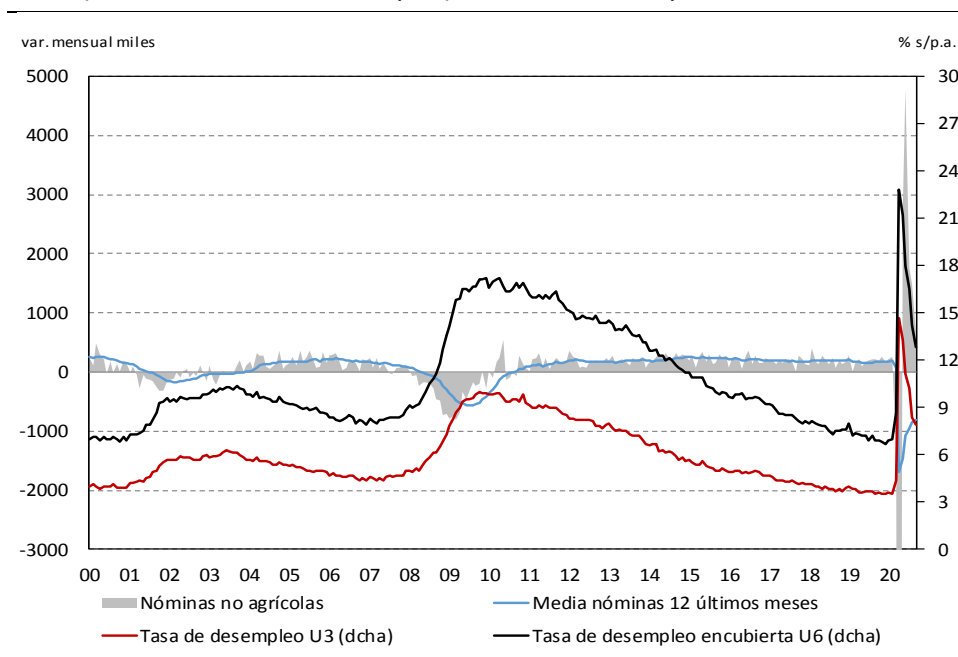
vicepresidente. **Las rebajas temporales de impuestos en países del calado de Alemania o el desplome de los precios de la energía (-8,2% a.) están detrás de estos datos y no suponen algo inesperado.** Ahora bien, a ojos del mercado, dichas cifras no dejan de suponer presión adicional para que desde Frankfurt refuercen sus estímulos.

- **Desgraciadamente para el BCE, las cuestiones vinculadas con la política monetaria no son sus únicas preocupaciones y el repunte de la morosidad en la banca no se perderá de vista.** La cuestión es que esta labor, dado que implica aspectos legislativos, debe realizarse en colaboración con las autoridades comunitarias. De momento, la comisaria de Finanzas ya ha reconocido la necesidad de facilitar a la banca la labor de deshacerse de los préstamos morosos y para este fin apuesta por el desarrollo de mercados secundarios líquidos para los citados activos, además de la reforma del “fragmentado régimen de insolvencias de la UEM”. De hecho, el segundo punto deberá preceder al primero ya que sin éste es imposible contar con un mercado líquido de préstamos en dificultades en Europa, dado que las particularidades legislativas de cada país hace que este activo sólo sea apto para especialistas con experiencia en su gestión.
- De momento, durante el fin de semana, Monte dei Paschi di Siena aprobaba un nuevo saneamiento de su balance que rebajaría la tasa de morosidad de la entidad hasta el 4,3%, lo cual implicaría mejorar el 4,8% de UniCredit. El mecanismo elegido para reducir la carga de los préstamos morosos se le ha dado el nombre de “Hydra” y transferirá 8.100 mill. € en préstamos deteriorados a la administradora de préstamos incobrables de propiedad estatal AMCO, junto con otros activos y pasivos que incluyen 1.100 mill. € en capital. Un esquema en el que se incluye un préstamo puente de 3.200 mill. € de UBS y JP Morgan con el fin de permitir a Monte dei Paschi deshacerse de los préstamos sin incurrir en pérdidas.
- **En Europa, los datos no jugarán a favor de los deseos del mercado acordes con el refuerzo de los estímulos del BCE, a excepción de la producción industrial de Alemania en agosto y el PMI de servicios de la Eurozona que cedió desde 50,5 en agosto hasta 48,0 en septiembre, a pesar de la mejora de su dato final. Un dato cuya importancia radica en que alimenta las expectativas de freno acusado de la recuperación europea en el 4tr20, las cuales se verán reforzadas por las últimas medidas tomadas en Francia que castigarán al sector servicios de su corazón económico.** A cambio y a modo de contrapeso, las ventas minoristas de la Eurozona del mes de agosto, que también conoceremos hoy, serán francamente positivas. Éstas crecerán un 3,0% m. gracias al retorno del consumo de bienes de los franceses y alemanes a niveles previos a la crisis. Un hecho que no debe despreciarse, dado que el gasto de las familias representa el motor económico de la zona euro.
- **En Alemania, a pesar de lo apuntado por indicadores adelantados tales como el IFO o el PMI manufacturero, las referencias industriales darán una de cal y otra de arena.** En agosto, las paradas puntuales en algunas industrias harán que la producción industrial germana aumente sólo un 0,5% m., quedándose muy lejos del repunte del 1,7% m. esperado por el consenso de mercado. Sin embargo, lo importante es que estamos ante un hecho pasajero, lo cual será corroborado por el avance del 2,9% m. de los pedidos industriales germanos también en el mes de agosto que, esta vez, contarán con el apoyo de las órdenes de bienes de capital. Además, los datos de producción fabril en Alemania se verán acompañados por sus homólogos en España (+1,0% m), Italia (+1,0% m.) y Francia (+1,5% m.) que darán una mejor imagen en términos mensuales.
- **De vuelta a EEUU, más allá de la actualidad política, deberemos estar atentos a la agenda de la Fed que deparará algo más de interés que las citas con los indicadores; de hecho, en este punto, el ISM de servicios de septiembre, en el día de hoy, y las peticiones semanales de desempleo del jueves se tornan en lo más interesante.** En cuanto al índice del sector terciario, el goteo al alza de nuevos contagios de coronavirus hará saltar las alarmas en un ámbito en el que las actividades con más contacto con el público seguían tratando de recuperar sus niveles del pasado. De forma que esperamos su deterioro hasta 55,5 frente a sus valores de 56,9 en agosto y de 58,1 en julio, lo cual supondrá su segundo descenso consecutivo y volverá a alimentar el debate sobre la intensidad del freno de la recuperación

estadounidense en el 4tr20. Un hecho que vendrá a compensar parte del efecto positivo de la potencial alta hospitalaria de Trump.

- Junto al ISM de servicios, **el otro dato que no habrá que perder de vista en la semana estadounidense son las peticiones de desempleo en cuyo caso el mercado espera una tibia mejora al ceder hasta 820.000. La cuestión es que estaremos ante un dato ficticio ya que seguirán sin contabilizarse las cifras de California, el estado más poblado y con mayor PIB de EEUU.** No obstante, el citado territorio ha comunicado que incorporará sus datos al periodo que corresponda, cuando los tenga tratados, y estos acabarán por dar forma a un acusado freno de la mejora del mercado laboral estadounidense, el cual era respaldado por los datos conocidos el pasado viernes.

### Evolución del mercado laboral (var. mensual miles; %s/p a.) enero 2000 – septiembre 2020



Fuente: Bloomberg e IM.  
Actualización: 05/10/2020.

- En septiembre, **las nóminas no agrícolas en EEUU aumentaban en 661.000 frente al repunte de 859.000 descontado por el consenso de mercado, sin que esta diferencia a la baja de 198.000 fuese compensada por la revisión al alza de la serie en 145.000 nóminas adicionales.** Una circunstancia que, además, se sumaba al hecho de que, en un momento como el actual, **el mercado se encuentra muy atento a la intensidad del freno en el avance de las nóminas y éste era muy importante ya que, en agosto, repuntaron en 1,49 millones.** Unas cifras que eran resultado, en gran medida, del bloqueo de nuevos estímulos que está ahogando las finanzas de muchos estados y administraciones locales. De hecho, **mientras que el avance de las nóminas en el sector privado pasaba de 1,02 mill. a 877.000, en el ámbito público asistíamos a una caída de -216.000 que venía explicada por el descenso en -280.500 empleos en la educación estatal y local.**
- En conjunto, **los datos del mercado laboral de EEUU se tornaban más débiles cuando todavía quedan por recuperar algo más de 11,1 mill. de empleos perdidos y, además, las cifras se ven embellecidas por el concepto “empleados, pero ausentes del trabajo”,** el cual se refiere a personas que se encuentran en una especie de permiso no remunerado y que no les han llamado para reincorporarse a su puesto de trabajo. **Todo ello mientras la radiografía del paro estadounidense cada día es más preocupante ya que 3,8 mill. de personas han perdido su trabajo definitivamente y los desempleados de larga duración aumentaban en 781.000 en el mes pasado hasta un total de 2,4 millones.** Esta categoría que incluye a quienes buscan



trabajo activamente durante 27 o más semanas evidencia las cicatrices duraderas de la actual crisis.

- **Ante lo expuesto, el abultado déficit de la balanza comercial de EEUU en agosto o los empleos disponibles (JOLTS) resultarán algo menor, pues el mercado tendrá motivos desde la perspectiva política y de los indicadores para que la volatilidad vuelva a resurgir, una vez se amortice el potencial alta hospitalaria de Trump.** En este contexto, las presiones sobre la Fed se multiplicarán y esta semana tendremos las actas de su último encuentro de septiembre, además de las intervenciones de algunas de sus figuras clave.
- **Las actas de la Reserva Federal reflejarán que todavía no se ha discutido la implementación real del giro de su estrategia, lo cual viene a explicar los diferentes sentires dentro de la institución ya que faltan por definir todos los detalles en cuanto a los nuevos objetivos y, en particular, el relativo a la inflación.** Éste será el punto verdaderamente importante ya que la meta del pleno empleo, al no ser un dato observable, se acabará aproximando mediante el exceso o la deficiencia de la inflación respecto a su meta, a modo de acercamiento respecto a qué punto nos encontramos frente al crecimiento potencial de la economía.
- **De vuelta a la nueva meta de inflación de la Reserva Federal, resultaba muy significativo lo que decía un peso pesado de la institución como es el presidente del distrito de Nueva York: “Para mí, el éxito no es algo aritmético o una fórmula, sino realmente esta noción de expectativas de inflación, cómo piensa la gente sobre cuál será la inflación en el futuro”.** En otras palabras, **podría evolucionarse hacia un enfoque más cualitativo que cuantitativo** en lo que se refiere a la meta de inflación de la Fed, si bien su presidente dejará claro que esta cuestión y otros puntos clave de la nueva estrategia todavía deben ser debatidos en profundidad.
- De momento, **entre los miembros de la Reserva Federal cuyas intervenciones están programadas para esta semana, Evans (Fed de Chicago) ya señaló que sus perspectivas apuntaban a un cumplimiento de la meta de inflación entre 2026 y 2028,** aunque los movimientos de tipos de la Reserva Federal llegarían antes. Por otro lado, **Bostic (Fed de Atlanta) ponía el acento en la importancia de la intensidad de los movimientos de la inflación ya que, aunque se busca que exceda el 2% durante un tiempo, podrían no ser admisibles** movimientos demasiado importantes entre trimestres al jugar en contra del anclaje de las expectativas de inflación.
- No obstante, **la figura más interesante de la semana en la órbita de la Reserva Federal será el presidente del distrito de Dallas que se ha erigido como la principal voz crítica con derecho a voto dentro del comité de política monetaria de la Fed.** En la práctica, su posicionamiento se puede definir como favorable a los estímulos, pero con límites. Robert Kaplan considera que es suficiente con mantener los tipos próximos al 0% en EEUU hasta bien entrado 2022 o, incluso, 2023, al tiempo que expresa su escepticismo respecto al mantenerlos demasiado tiempo en dichos niveles y el refuerzo de las compras de activos de la Fed. Un hecho que se debe a las distorsiones que pueden inyectar sobre los mercados, lo cual resulta totalmente lógico.
- Las opiniones como las de Kaplan no sientan bien en los mercados que quieren más compras por parte de la Fed ante la ausencia de nuevos estímulos fiscales en EEUU. Afortunadamente, los inversores son conscientes de que su opinión es minoritaria en la entidad, si bien dichos inversores chocarán con el deseo de la Reserva Federal de dar una imagen de neutralidad ante la cita electoral del 3 de noviembre. De forma que seguirá descargando la responsabilidad en la esfera política y los estímulos fiscales y no dejará entrever nuevos movimientos desde la perspectiva de la política monetaria. Por lo tanto, nuevos motivos para un incremento de la volatilidad en los mercados, una vez superado el arranque de semana.

## LOS DATOS DEL VIERNES

### UEM-19

#### UEM

IPC	May	Jun	Jul	Ago	Sep P	Prev
% anual	0.1	0.3	0.4	-0.2	<b>-0.3</b>	<b>-0.2</b>
IPC Subyacente incl. alcohol	May	Jun	Jul	Ago	Sep P	Prev
% anual	1.2	1.1	1.3	0.6	<b>0.4</b>	<b>n.d</b>

#### ESPAÑA

Desempleo	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Prev
Var. mensual miles	26.5	5.1	-89.8	29.7	<b>-26.3</b>	<b>45.0</b>

### OTRAS ECONOMÍAS

#### EEUU

Nóminas no agrícolas	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Prev
Var. mensual miles	2509	4800	1763	1489	<b>661</b>	<b>900</b>
Tasa desempleo	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Prev
% s/p a.	13.3	11.1	10.2	8.4	<b>7.9</b>	<b>8.1</b>
Salario/hora	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Prev
% anual	6.7	5.0	4.8	4.6	<b>4.7</b>	<b>4.7</b>

#### EEUU

Órdenes bienes duraderos	Abr	May	Jun	Jul	Ago F	Prev
% mensual	-7.7	15.7	7.6	11.4	<b>0.5</b>	<b>0.4</b>
Duraderos excl. transportes	Abr	May	Jun	Jul	Ago F	Prev
% mensual	-7.7	3.7	3.6	2.6	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>

#### EEUU

Pedidos industriales	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Prev
% mensual	-3.0	8.0	6.2	6.4	<b>0.7</b>	<b>1.0</b>

#### EEUU

Confianza Michigan	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
índice	72.3	78.1	72.5	74.1	<b>80.4</b>	<b>79.0</b>

## LOS DATOS DEL LUNES

### UEM-19

#### UEM

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
10:00h	índice	30.5	48.3	54.7	50.5	<b>48.0</b>	<b>47.6</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
	índice	31.9	48.5	54.9	51.9	<b>50.4</b>	<b>50.1</b>

#### UEM

	Ventas minoristas	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Prev
11:00h	% mensual	-11.7	17.8	5.7	-1.3	<b>4.4</b>	<b>3.0</b>
	% anual	-19.6	-5.1	1.3	0.4	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>

### ALEMANIA

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
9:55h	índice	32.6	47.3	55.6	52.5	<b>50.6</b>	<b>49.1</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
	índice	32.3	47.0	55.3	54.4	<b>54.7</b>	<b>53.7</b>

### ESPAÑA

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
9:50h	índice	31.1	50.7	57.3	51.5	<b>47.5</b>	<b>47.5</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
	índice	32.1	51.7	57.3	51.6	<b>48.5</b>	<b>48.5</b>

### FRANCIA

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
9:15h	índice	27.9	50.2	51.9	47.7	<b>47.5</b>	<b>46.1</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
	índice	29.2	49.7	52.8	48.4	<b>48.5</b>	<b>47.4</b>

### ITALIA

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
9:45h	índice	28.9	46.4	51.6	47.1	<b>48.8</b>	<b>47.5</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
	índice	33.9	47.6	52.5	49.5	<b>50.4</b>	<b>48.5</b>

## OTRAS ECONOMÍAS

### REINO UNIDO

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
10:30h	índice	29.0	47.1	56.5	58.8	<b>56.1</b>	<b>55.1</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Prev
	índice	30.0	47.7	57.0	59.1	<b>56.5</b>	<b>55.7</b>

### EEUU

	PMI Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Cons
15:45h	índice	37.5	47.9	50.0	55.0	<b>54.6</b>	<b>54.6</b>
	PMI Compuesto	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Cons
	índice	37.0	47.9	50.3	54.6	<b>54.4</b>	<b>54.4</b>

### EEUU

	ISM Servicios	May	Jun	Jul	Ago	Sep F	Cons
16:00h	índice	45.4	57.1	58.1	56.9	<b>55.5</b>	<b>56.2</b>

## LAS CITAS DEL LUNES

### DATOS ECONÓMICOS

Hora	País	Datos	Mes	IM	Consenso	Último
10:00h	UEM	PMI Servicios, índice	Sep F	48.0	47.6	50.5
10:00h	UEM	PMI Compuesto, índice	Sep F	50.4	50.1	51.9
10:30h	RU	PMI Servicios, índice	Sep F	47.5	47.5	51.5
10:30h	RU	PMI Compuesto, índice	Sep F	48.5	48.5	51.6
11:00h	UEM	Ventas minoristas, % mensual	Sep F	3.0	3.0	-1.3
11:00h	UEM	Ventas minoristas, % anual	Sep F	3.0	2.6	0.4
15:45h	EEUU	PMI Servicios, índice	Sep F	54.6	54.6	55.0
15:45h	EEUU	PMI Compuesto, índice	Sep F	54.4	54.4	54.6
16:00h	EEUU	ISM Servicios, índice	Sep	55.5	56.2	56.9

### Eventos de la jornada

Hora	País	Acontecimiento
--	CHI	Festivo: China

### Emisiones deuda soberana y BCE

País	Acontecimiento
ALE	Subasta de letras 6 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](mailto:fvidal@grupocimd.com)

**Gabriel Marquès**

[gmarques@grupocimd.com](mailto:gmarques@grupocimd.com)

**Mariano Valderrama**

[mavalderrama@grupocimd.com](mailto:mavalderrama@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](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](mailto:imanalisis@grupocimd.com)

©Intermoney.