

LECTURAS DE MERCADO

Las curvas soberanas volvieron a registrar el viernes una sesión de elevada volatilidad, con un comportamiento cada vez más condicionado por la creciente diferenciación entre Alemania y el resto de emisores de la Zona Euro. La presión volvió a concentrarse especialmente sobre Francia, donde el diferencial OAT-Bund a diez años llegó a aproximarse intradía a los 160 pb, niveles extremadamente elevados en términos históricos, en un movimiento provocado simultáneamente por nuevas ventas de OATs y por compras de Bunds como activo refugio. Aunque durante la tarde se produjo cierta recuperación, el patrón resulta cada vez más preocupante porque la ampliación de diferenciales empieza a retroalimentarse y a trasladarse también a otros emisores.

La tensión volvió además a extenderse hacia los tramos cortos, donde el deterioro resulta especialmente significativo. Los diferenciales Francia-Alemania e Italia-Alemania a dos años alcanzaron niveles no observados en varios años y, en el caso francés, cotizaciones comparables a las registradas durante la crisis de deuda de 2012. Este movimiento siguió manteniendo vivas las alarmas en materia de fragmentación: mientras el Bund se beneficia de importantes flujos de búsqueda de calidad, los bonos periféricos y franceses están incorporando una prima de riesgo creciente incluso en vencimientos que deberían estar mucho más anclados por una política monetaria común. Además, la intensidad y rapidez de los movimientos comienzan a sugerir un funcionamiento menos ordenado del mercado, más allá de la propia reevaluación del riesgo fiscal de cada emisor. En cualquier caso, las valoraciones comienzan a resultar extremadamente tensionadas en el tramo corto, por lo que cualquier estabilización política en Francia o moderación en el discurso del BCE podría favorecer cierto estrechamiento de estos diferenciales.

En Estados Unidos, la publicación del informe de empleo de septiembre introdujo inicialmente un tono más favorable para la deuda. La creación de empleo se limitó a tan sólo 29.000 puestos, muy por debajo de los aproximadamente 90.000 esperados y además las cifras de los dos meses anteriores fueron revisadas a la baja y la tasa de paro aumentó hasta el 4,2%. Por su parte, los salarios moderaron su avance hasta apenas un 0,1% mensual. El registro redujo con fuerza las expectativas de una nueva subida de tipos en octubre, cuya probabilidad cayó hasta el entorno del 20%, frente a más del 60% unos días antes. Sin embargo, el alivio en Treasuries resultó limitado y las ventas reaparecieron posteriormente, reflejando que los factores estructurales que están presionando los plazos largos —inflación todavía elevada, necesidades fiscales y fuerte oferta de deuda— continúan dominando el mercado. De este modo, se mantiene una cierta divergencia dentro de la curva: menor presión monetaria sobre los vencimientos cortos, pero escaso alivio en los largos.

De cara a la sesión de hoy, el principal foco macro estará en los indicadores de actividad del sector servicios. En la Zona Euro se publicarán las lecturas finales de los PMIs de septiembre, con un composite que ya mostró en la estimación preliminar una aceleración significativa hasta 53,1 puntos y un PMI de servicios en 53,0. España e Italia publicarán además sus referencias nacionales, esperándose cierta moderación respecto a agosto, aunque todavía en niveles compatibles con una expansión relativamente sólida de la actividad. En EEUU, la referencia más relevante será el ISM de servicios de septiembre, para el que esperamos una lectura prácticamente estable en torno a 55,2 puntos frente a 55,4 anteriormente. Tras la fuerte sorpresa negativa del empleo, un ISM nuevamente resistente podría limitar todavía más el rally de Treasuries al recordar que la pérdida de dinamismo del mercado laboral no está acompañada, por el momento, de un deterioro equivalente de la actividad.

El otro gran foco seguirá siendo, en cualquier caso, Europa y especialmente Francia. El comportamiento de los spreads continuará probablemente dominando la sesión ante la ausencia de avances claros en materia presupuestaria y la creciente incertidumbre política. En este contexto, serán especialmente relevantes las intervenciones de miembros del BCE, entre ellos Lane y Schnabel, porque cualquier cambio en el tono respecto al endurecimiento monetario podría interpretarse como una primera línea de defensa frente al deterioro de las condiciones financieras.

EVENTOS HOY

MERCADOS

	Ultimo	Var
Ibex 35	19.085,30	0,42%
Eurostoxx 50	6.238,50	1,02%
S&P	7722,7	0,73%
SP2Y	3,28	0,8 (p.b.)
SP10Y	4,09	-4,9 (p.b.)
Dif. España	0,62	-0,3 (p.b.)
ITAZY	3,51	-9,7 (p.b.)
ITA10Y	4,61	-8,8 (p.b.)
Dif. Italia	1,144	-4,2 (p.b.)
ALEM2Y	3,076	1,1 (p.b.)
ALEM10Y	3,46	-4,6 (p.b.)
USA2Y	4,82	3,33 (p.b.)
USA10Y	5,27	2,99 (p.b.)
Iboxx	238,9	0,06%
Itraxx Europe	64,5	-0,94%
Itraxx Crossover	309,7	-0,70%
Itraxx Fin (senior)	71,8	-0,55%
Itraxx Fin (sub)	119,4	-0,05%
Dólar/Euro	1,1255	0,32%
Brent	102,25	-0,06%
Oro	4.141,19	-0,51%
VIX (Volat. S&P500)	15,3	-6,59%
MOVE (Volat. TY)	107,3	-0,78%

CALENDARIO

HORA	PAIS	INDICADOR	PREV.	ULT.
9:15	España	PMI servicios	57	57,8
9:15	España	PMI composite	55,3	55,8
9:45	Italia	PMI servicios	54,5	55,2
9:45	Italia	PMI composite	53,2	53,6
10:00	Italia	Déficit sobre PIB	--	7,80%
10:00	UME	PMI servicios (F)	53	53
10:00	UME	PMI composite (F)	53,1	53,1
10:30	UME	Índice Sentix	4,5	5,1
11:00	UME	Precio de producción	1,9% m/m	1,6% m/m
			7,9% a/a	5,8% a/a
16:00	EEUU	ISM servicios	55,2	55,4
16:00	EEUU	ISM precios pagados	73,3	72,6

COMPARECENCIAS

HORA	INTERVENCIÓN
9:00	BCE: Habla Kocher, Buch y De Cos
9:45	BCE: Habla Lane
10:00	BCE: Habla Lane
11:00	BCE: Habla Schnabel
11:00	BCE: Habla Escrivá
13:15	BCE: Habla Kocher, Buch y De Cos

QUÉ HA PASADO

EUROPA

- Nagel (BCE hawkish) considera que la economía alemana podría crecer alrededor de un 1,0% en 2026, confirmando una recuperación después de varios años de prácticamente estancamiento, aunque todavía a un ritmo relativamente moderado. La mejora estaría apoyada principalmente por el fuerte incremento del gasto público -especialmente infraestructuras y defensa- y por una cierta recuperación de las exportaciones, factores que el Bundesbank ya venía identificando como motores de la aceleración de la actividad desde el segundo trimestre.
- El canciller alemán Friedrich Merz tiene previsto reunirse con Pablo Hernández de Cos y Klaas Knot, considerados en estos momentos dos de los principales candidatos para suceder a Lagarde al frente del BCE.
- Friedrich Merz aprovechó su visita sorpresa a Kyiv para insistir en que su coalición debe permanecer unida, subrayando que la estabilidad política de Alemania resulta especialmente importante para el conjunto de Europa en el actual contexto geopolítico. Berlín anunció además 1.350 millones de euros adicionales de ayuda a Ucrania, de los que 1.000 se destinarán a asistencia militar y 350 millones reparar infraestructuras energéticas antes del invierno.
- En Italia el ministro de finanzas ha vuelto a destacar la mejora de las cuentas públicas y la posibilidad de situar el déficit en torno al 3% del PIB en 2026, favorecido por una evolución de la actividad más resistente de lo previsto.
- La OPEP+ decidió durante el fin de semana mantener sin cambios sus rangos de producción para noviembre, conservando los niveles exigidos en septiembre y evitando, por el momento, añadir nueva oferta al mercado.

EEUU

- Los mensajes de los miembros de la Reserva Federal siguen apuntando a una pausa en la reunión de octubre, después de la subida de 25 pb de septiembre. Hammack (Fed hawkish) señaló que la Fed dispone todavía de tiempo y de nuevas referencias macro antes de decidir su siguiente movimiento y restó dramatismo al débil dato de empleo de septiembre -29.000 nuevos puestos y paro en el 4,2%-, señalando que la creación media de empleo de los últimos doce meses, unos 41.000 puestos mensuales, está cerca de su estimación del ritmo necesario para estabilizar el mercado laboral. Jefferson (Fed dovish) transmitió un mensaje similar, afirmando que no existe urgencia por volver a endurecer la política monetaria y que será necesario observar con más detalle las tendencias de los datos y el balance de riesgos.
- Hassett, Director del Consejo Económico, volvió a elevar la presión sobre Jerome Powell, defendiendo que debería abandonar su puesto en la Junta de Gobernadores.

ASIA PACÍFICO

- El vicegobernador del Banco de Japón, Uchida, calificó el desarrollo de la inteligencia IA como un “gran shock positivo de demanda”, argumentando que el fuerte aumento de la inversión vinculada a la IA está impulsando simultáneamente la actividad y las presiones sobre los precios. Su análisis es especialmente interesante porque diferencia dos fases: a corto plazo domina el efecto de demanda -más inversión, subida de las bolsas y condiciones financieras más expansivas-, mientras que a más largo plazo la IA podría elevar la productividad y la acumulación de capital y, con ello, aumentar incluso el tipo de interés neutral.

CALENDARIO SEMANAL

HORA	PAÍS	INDICADOR	MES		PREV.	ÚLTIMO
Durante la semana						
7/10 al 14-10	Alemania	Precios al por mayor	Sep		--	0,90% m/m
					--	6,80% a/a
Lunes 5						
2:30	Japón	PMI composite (F)	Sep F		--	52,5
2:30	Japón	PMI servicios (F)	Sep F		--	51,6
9:15	España	PMI servicios	Sep		57	57,8
9:15	España	PMI composite	Sep		55,3	55,8
9:45	Italia	PMI servicios	Sep		54,5	55,2
9:45	Italia	PMI composite	Sep		53,2	53,6
9:50	Francia	PMI servicios (F)	Sep F		51,4	51,4
9:50	Francia	PMI composite (F)	Sep F		51,2	51,2
9:55	Alemania	PMI servicios (F)	Sep F		52,9	52,9
9:55	Alemania	PMI composite (F)	Sep F		53,8	53,8
10:00	Italia	Déficit sobre PIB	2Q		--	7,80%
10:00	UME	PMI servicios (F)	2T26		53	53
10:00	UME	PMI composite (F)	Sep F		53,1	53,1
10:30	UME	Índice Sentix	Oct		4,5	5,1
10:30	UK	PMI servicios (F)	Sep F		51,7	51,7
10:30	UK	PMI composite (F)	Sep F		51,7	51,7
11:00	UME	Precio de producción	Aug		1,9% m/m	1,6% m/m
					7,9% a/a	5,8% a/a
15:45	EEUU	PMI servicios (F)	Sep F		58,7	58,7
15:45	EEUU	PMI composite (F)	Sep F		58,3	58,4
16:00	EEUU	ISM servicios	Sep	55,2	55	55,4
16:00	EEUU	ISM precios pagados	Sep		73,3	72,6
Martes 6						
8:00	Alemania	Pedidos de fábrica	Aug		-1,20% m/m	2,5% m/m
					13,10% a/a	13,1% a/a
8:45	Francia	Producción industrial	Aug		0,3% m/m	-0,4% m/m
					1,2% a/a	-0,5% a/a
8:45	Francia	Saldo fiscal (MM)	Ago		--	-145,9
9:00	España	Producción industrial	Aug		-0,5% m/m	0,6% m/m
					2,4% a/a	2,3% a/a
9:00	España	Producción industrial	Aug		--	2,6% a/a
11:00	UME	Ventas al por menor	Aug	0,2% m/m	0,2% m/m	-0,6% m/m
				1,0% a/a	1,0% a/a	0,6% a/a
14:15	EEUU	Creación de empleo ADP (m)	Sep		--	20000
14:30	EEUU	Balanza comercial (MM\$)	Aug		-102	-88,6
Miércoles 7						
8:00	Alemania	Producción industrial	Aug		0,5% m/m	-1,1% m/m
					0,7% a/a	-1,6% a/a
8:45	Francia	Balanza cuenta corriente (MM)	Aug		--	-4,7
8:45	Francia	Balanza comercial (M)	Aug		--	-6669
13:00	EEUU	Peticiones de hipotecas MBA	Oct		--	6,00%
16:30	EEUU	Inventarios semanales de crudo (Mb)	Ocy		--	922
20:00	EEUU	Actas del FOMC	Sep		--	--
21:00	EEUU	Crédito al consumo (MM\$)	Aug		15000	18062
Jueves 8						
1:50	Japón	Balanza cuenta corriente (MM¥)	Aug		3172,3	2988,9
1:50	Japón	Balanza comercial (MM¥)	Aug		-715,2	-399,9
8:00	Alemania	Balanza comercial (MM)	Aug		19	21,1
14:30	EEUU	Demandas semanales de desempleo (m)	Oct		200	197
14:30	EEUU	Recalcos continuos (m)	Sep		1700	1701
16:00	EEUU	Inventarios al por mayor (F)	Ago		0,70% m/m	0,70% m/m
Viernes 9						
10:00	Italia	Producción industrial	Aug		0,0% m/m	0,7% m/m
					2,10% a/a	0% a/a
12:00	Portugal	Balanza comercial (M)	Aug		--	-3052
16:00	EEUU	Confianza consumidor Univ. Michigan (P)	Oct		47,7	48,1

En negrita los datos más importantes de la semana.

P: Preliminar; F: Final; m: Miles; M: Millones; MM: Miles de Millones; B: Billones (sentido europeo); T: Trillones; Mb: Miles de barriles t/t a: trimestral anualizado; s/h: sin hora determinada.

DEPARTAMENTO DE ANÁLISIS

Silvia Verde (Directora de Análisis)
sverde@inverseguros.es

Patricia Rubio (Soporte Adtvo)
prubio@inverseguros.es



Calle Dr. Fleming, 11 1º CD
28036 (Madrid)
+34 91 312 48 01
analisis@inverseguros.es

AVISO LEGAL

La presente Nota ha sido elaborada por Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. y se facilita sólo a efectos informativos. Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. es una entidad inscrita en España, autorizada y regulada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV).

La presente Nota no puede considerarse asesoramiento financiero personalizado, ni una oferta de compra o venta de acciones. La misma ha sido elaborada con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El receptor de la misma que tenga acceso debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a los que se hagan referencia pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración de la presente nota, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias, así como la información pública existente sobre dicho valor, y, en su caso, atendiendo al contenido del folleto registrado en la CNMV y en la entidad emisora. Asimismo, debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

Asimismo, advertimos que toda inversión en cualquier valor está sujeta a riesgos de pérdida, incluso del principal invertido, así como que las inversiones en mercados cotizados conllevan gastos que no se están teniendo en consideración en este informe. Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Las opiniones expresadas en este informe reflejan las opiniones personales del equipo de análisis de Inverseguros Sociedad de Valores, S.A.. Asimismo, el equipo de análisis no recibe ni recibirá ingreso alguno por proporcionar una opinión específica en la presente Nota.

La información que incluye el presente informe se ha obtenido de fuentes consideradas como fiables, pero si bien se ha actuado de buena fe y de manera razonable para que dicha información no sea ni incierta ni equívoca en el momento de su publicación, no se puede garantizar que sea, precisa, exacta y completa y no debe confiarse en ella como si lo fuera.

Es posible que Inverseguros Sociedad de Valores, S.A., pueda tener una posición en los valores a los que se refiere la presente Nota, negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento, colocación, aseguramiento u otros servicios al emisor de dicho valor, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados.

Inverseguros Sociedad de Valores, S.A. cuenta con Política de Conflictos de Interés, así como un Reglamento Interno de Conducta (RIC), de obligado cumplimiento para todos sus empleados, directivos y Consejeros.

La presente Nota no podrá ser reproducida, distribuida ni publicada por ningún receptor de la misma.