JVR INVEST
GET HIGHER

## Mayo de 2024

# Boletín

JVR INVEST
GET HIGHER

## Mensaje del Director General

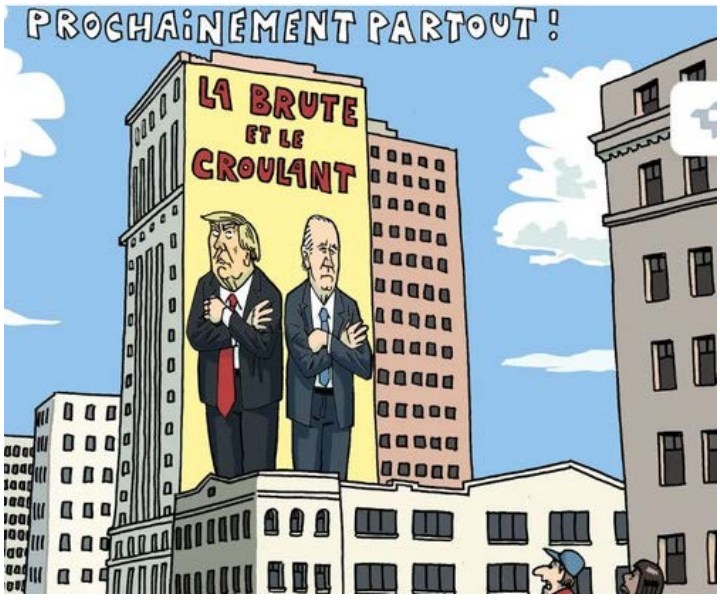
El mes de abril terminó con una ligera relajación al alza de los mercados bursátiles, a la espera de las noticias de los gobernadores de la Reserva Federal y del BCE sobre los recortes de los tipos de interés.

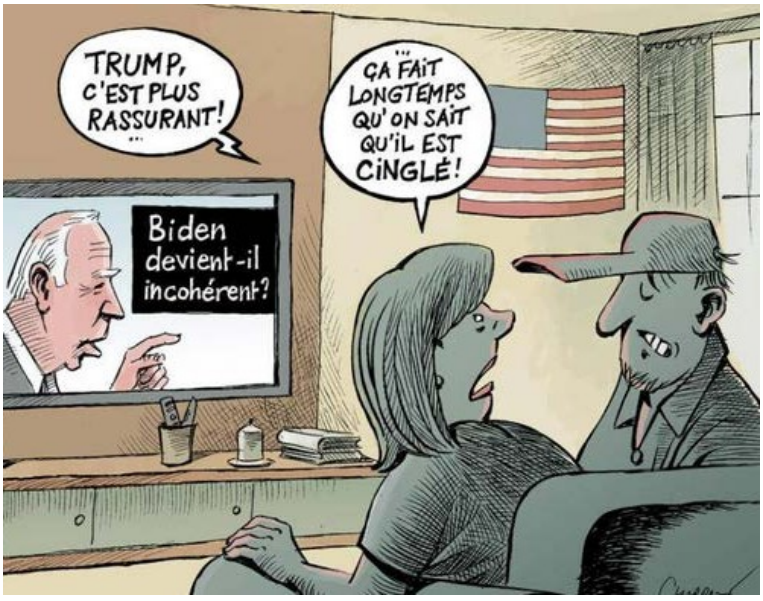
No ha habido grandes cambios en el frente geopolítico, a excepción de la visita del presidente chino Xi Jinping a Francia, que ha contribuido a moderar la retórica belicosa ampliamente utilizada por el jefe de Estado francés y que ya no contaba con el apoyo unánime de otros gobiernos europeos. Consideramos esta visita de Estado como un medio para alcanzar acuerdos comerciales que podrían impulsar el crecimiento chino, especialmente en lo que se refiere a la inagotable oferta de coches eléctricos producidos en China, que hasta la fecha no tienen comprador en el mercado europeo.

Nada ha cambiado en Estados Unidos, salvo los problemas judiciales del candidato Trump, que le han llevado a aumentar su presencia televisiva y reforzar su atractivo entre su electorado. El resultado de las elecciones estadounidenses de noviembre es la variable más importante para los próximos años. El nuevo presidente tendrá que hacer frente al peso de una deuda cada vez más embarazosa para el equilibrio económico del país.

Este mes mantenemos la cautela sobre los mercados de renta variable, el pesimismo sobre el sector inmobiliario y el optimismo sobre la renta fija, el petróleo y el oro. No hay cambios en nuestra asignación táctica de activos.
Esperamos verle pronto para compartir sus opiniones.

Joaquín Vispe



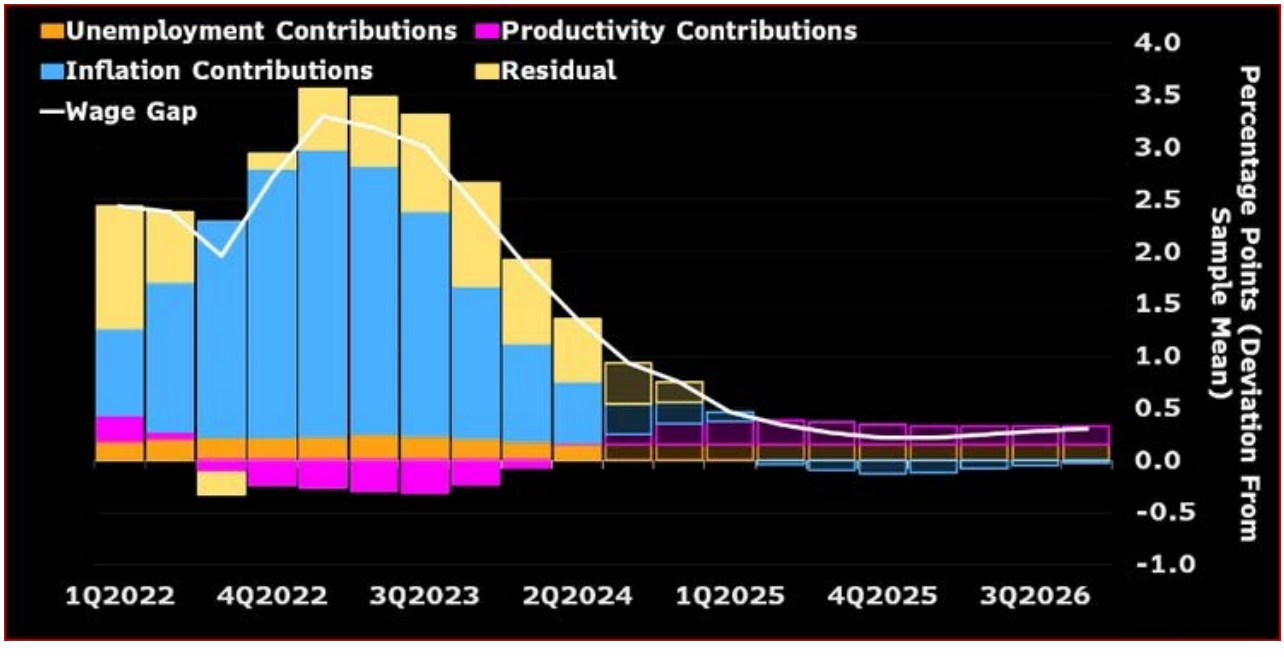



# I - Actualización macroeconómica

Los persistentes datos de inflación de esta semana podrían parecer confirmar el adagio del BCE de que la lucha contra la inflación es especialmente dura en su fase final, haciendo que los rendimientos vuelvan a niveles altos o se aproximen a ellos. Sin embargo, de cara al futuro, las expectativas de inflación se están realineando, lo que sugiere unas perspectivas más favorables y unos rendimientos más bajos en el futuro.

*Fuente:Bloomberg*

La opinión de las empresas de la eurozona sobre los precios, un indicador valorado por el economista jefe del BCE, Philip Lane, se inclina ahora hacia una menor inflación. Hace dos años, en el sector manufacturero, este indicador era mucho más optimista sobre la evolución de los precios de los bienes que en 2008-2009 o 2015. Esta perspectiva tiende a preceder a los precios reales de los bienes en unos seis meses, y si esta correlación se mantiene, sugiere que, al menos en lo que respecta a los bienes, el BCE puede haber ganado ya su batalla contra la inflación.

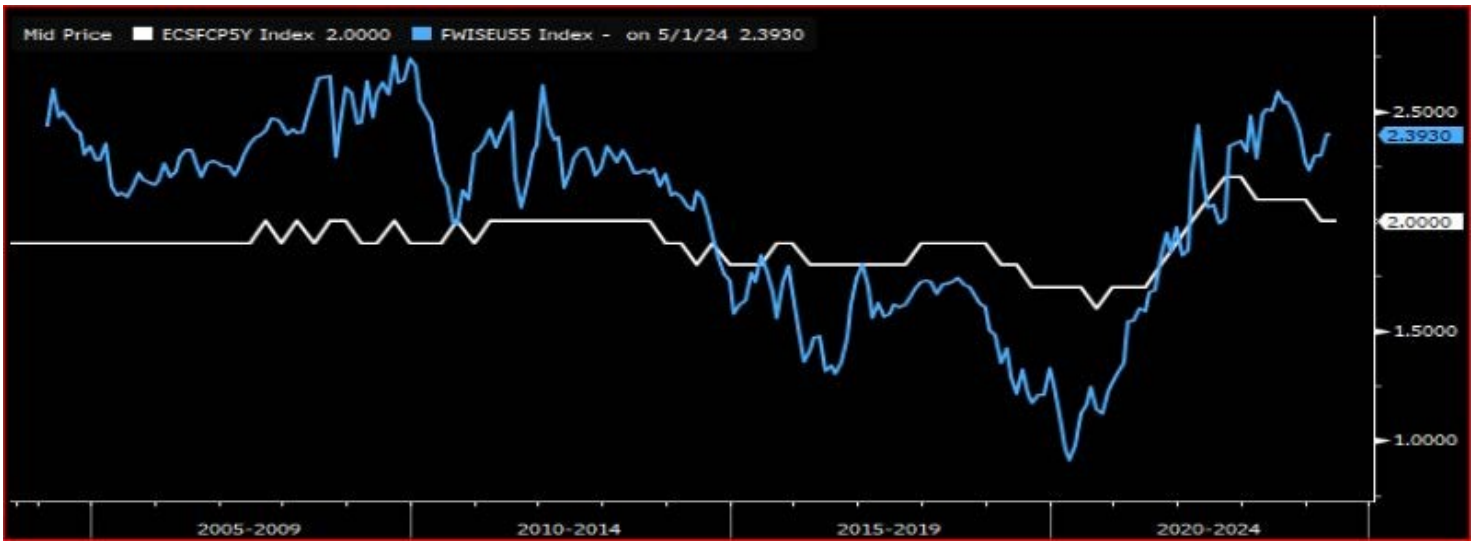


Las expectativas de precios en el sector servicios también han caído, aunque menos drásticamente que en el sector manufacturero. Sin embargo, están igualmente correlacionadas con los precios reales, como vemos en el sector de bienes. Las perspectivas de precios en el sector servicios también alcanzaron un máximo hace dos años, con un 30,8, antes de retroceder hasta el 14,1.

Esto parece indicar una nueva caída de los precios de los servicios en la eurozona, aunque las cifras siguen estando por encima de la media a largo plazo.

*Fuente:Bloomberg*

Las expectativas de inflación a más largo plazo también han caído, y las previsiones de inflación a cinco años se mantienen en el objetivo del 2% del BCE. Sin embargo, esto no hace más que situar las previsiones de la comunidad por debajo de las expectativas del mercado, expresadas por el swap de inflación a cinco años en euros. Este swap, que alcanzó su nivel más bajo en dos años (2,23%) en enero, ha subido ligeramente desde entonces hasta el 2,4%.

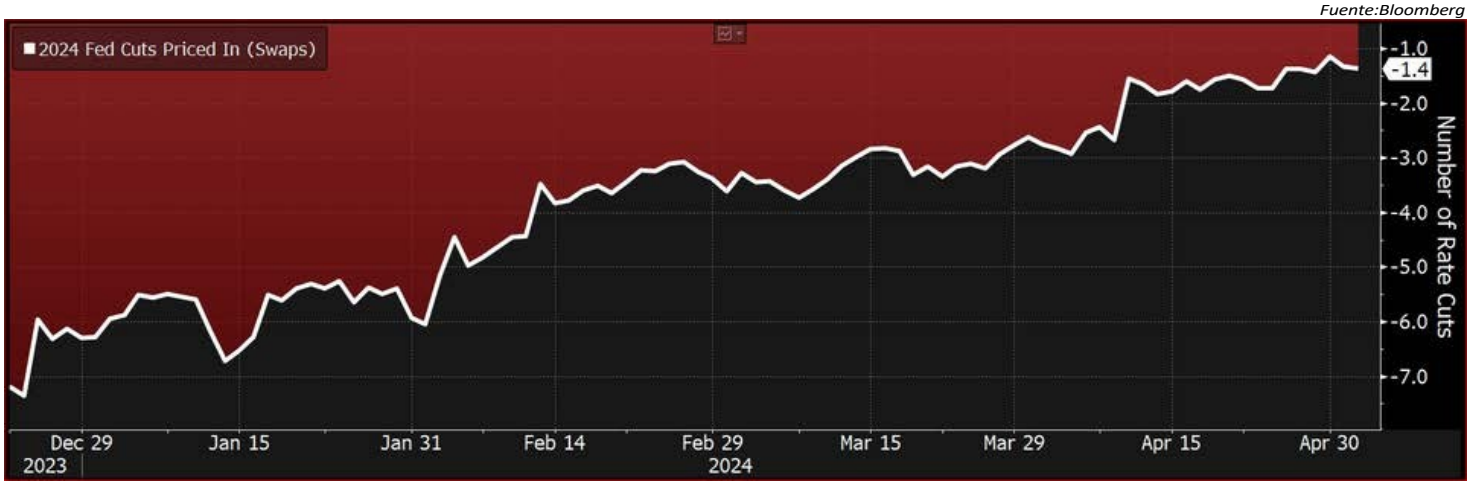


Al otro lado del Atlántico, la Fed se reunió el 1 de mayo. Jerome Powell mantuvo la posibilidad de un recorte de tipos este año, si bien reconoció que la persistente inflación había reducido la confianza de los responsables políticos en que las presiones sobre los precios remitieran. Powell también indicó que era probable que el crecimiento de los precios se moderara este año, pero evitó fijar un calendario para posibles recortes de tipos.

Los comentarios de Powell reflejan un cambio más amplio en las perspectivas de la Fed, que ahora se inclina por mantener los costes de endeudamiento en máximos de dos décadas. Este cambio, anunciado por primera vez el mes pasado, es el resultado de varios meses de firmes aumentos de la inflación, el empleo y el gasto de los consumidores, que también han llevado a los inversores a reducir sus expectativas de alrededor de seis recortes de tipos este año a solo uno.

Los responsables políticos de la Fed mantienen los tipos de interés sin cambios entre el 5,25% y el 5,5%, al tiempo que sugieren que es probable una bajada de tipos este año. Powell subraya que una subida de tipos es improbable a menos que haya pruebas convincentes de que la política actual no es lo suficientemente acomodaticia como para devolver la inflación al 2%. Los funcionarios también anunciaron una reducción del ritmo de desapalancamiento del balance. Expresaron su creciente preocupación por la inflación, que subió al 2,7% en marzo, y reconocieron la falta de avances hacia su objetivo de inflación.

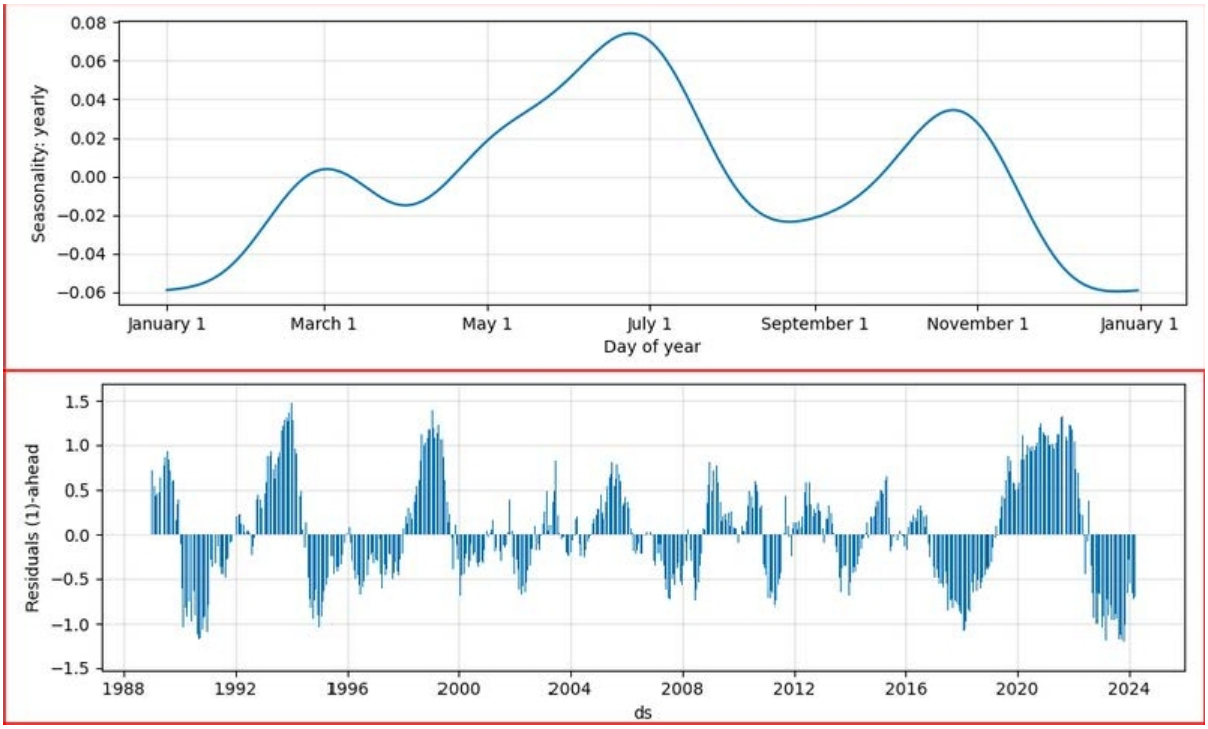
*Fuente:Bloomberg*




*Fuente:Bloomberg*

## II - Créditos

El cambio de tono de los bancos centrales ha impulsado el rendimiento alemán a 10 años por encima de su media a largo plazo, que es prácticamente paralela al eje de abscisas. Esto sugiere que la tendencia continuará, con un objetivo inicial del 2,75%. Los indicadores aún no están sobrecomprados, lo que allana el camino para un mayor potencial alcista. Si observamos el patrón estacional, vemos que la tendencia alcista se mantendrá hasta principios de julio.

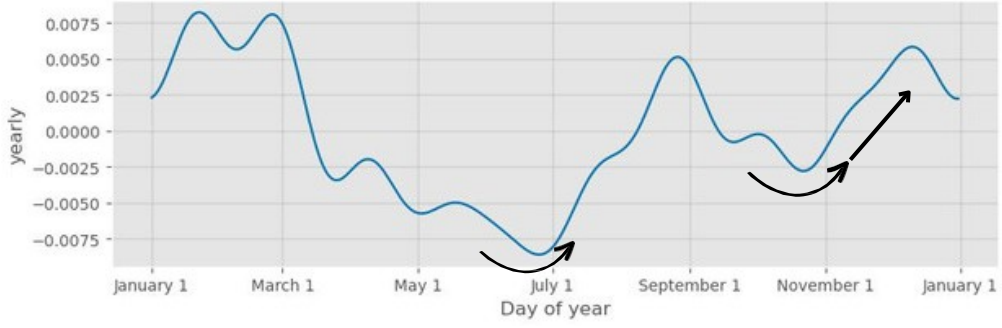


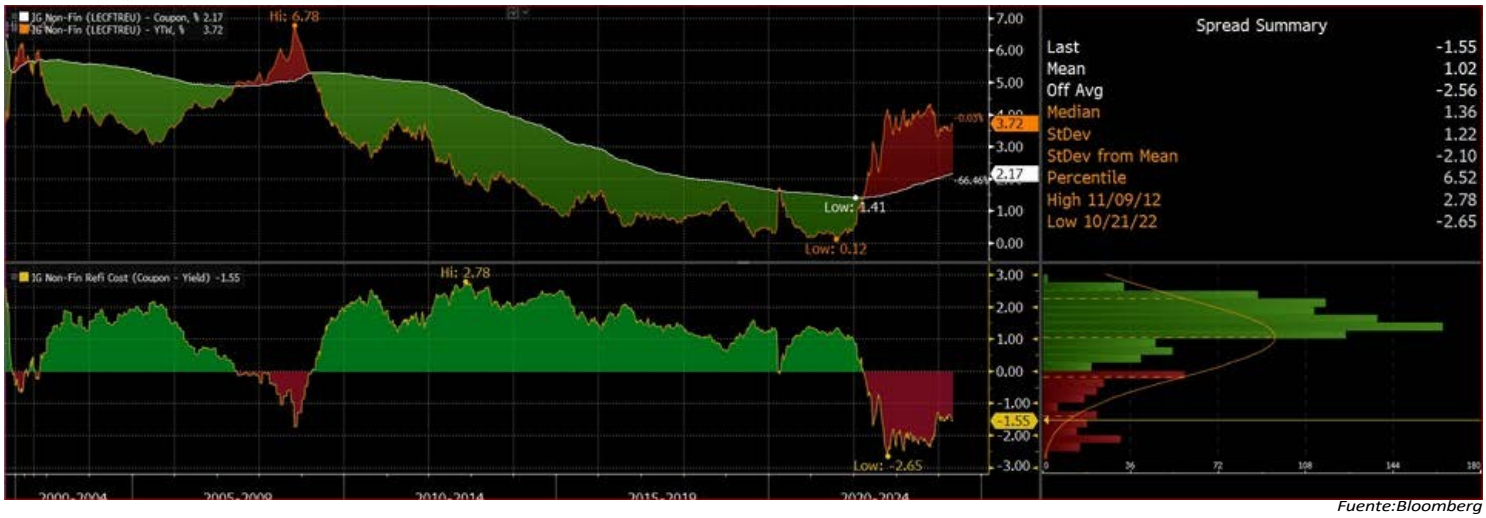
Bund semanal prompt futuro

El mes pasado, temíamos una nueva caída del Bund tras los decepcionantes datos de inflación, y no nos decepcionó. De hecho, la inflación fue inferior a lo previsto, lo que reavivó las especulaciones de que el BCE volvería a retrasar una bajada de tipos. Sin embargo, seguimos en una zona de compra en torno a 130. Una aceleración temporal por debajo de 130 sería un buen punto de entrada para apuntar a 133 a corto plazo.

Es probable que la mayor parte de la subida se produzca entre finales de junio y principios de julio, si atendemos a la ciclicidad.

Contrato Bund vencimiento renovado Semanal






*Fuente:Bloomberg*

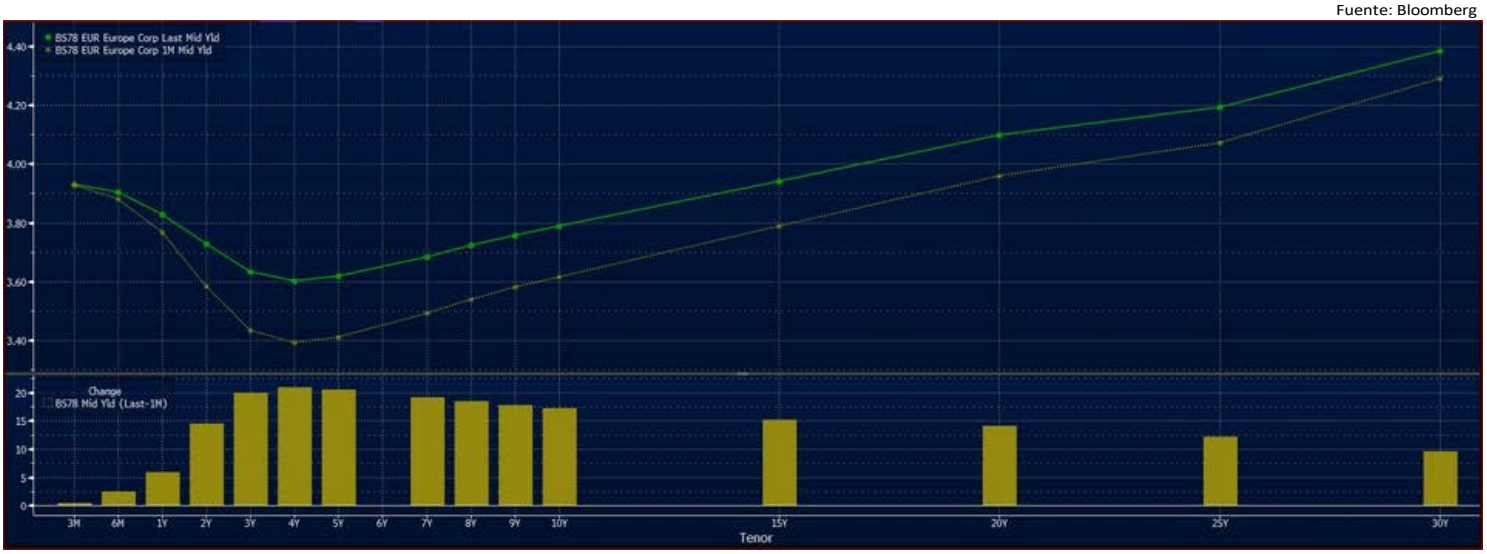
En 2023, el mercado primario se vio perturbado por la inflación y los elevados rendimientos, lo que incrementó los costes de endeudamiento y pudo afectar a los fundamentales y a las calificaciones. En los últimos diez *años* se ha observado una tendencia a la baja en el coste medio de los empréstitos para las empresas no financieras de alta calidad, hasta que se produjo un cambio significativo en enero de 2022. Aunque los rendimientos de las empresas siguen siendo superiores a los cupones, el diferencial entre ambos se ha reducido al 1,55% tras un prolongado periodo por encima de este nivel ( máx.: 2,65%), lo que indica que los rendimientos superan ahora el coste medio de los empréstitos en la mayoría de los casos. Se prevé que esta tendencia continúe en 2024, con un nuevo estrechamiento del diferencial a medida que los bonos más antiguos sean sustituidos por nuevas emisiones, y con unas condiciones de financiación potencialmente mejoradas que favorezcan la dinámica de nuevos temas.

*Fuente:Bloomberg*

El aumento de los rendimientos de los bonos de alto rendimiento ha repercutido en los costes de endeudamiento y en las calificaciones, creando una importante brecha entre los rendimientos y el cupón medio. A pesar de la reciente reducción de esta brecha (sólo 5), los costes de endeudamiento siguen siendo elevados, pero deberían verse favorecidos por esta reducción. Se espera una mejora moderada de la oferta bruta en 2024, lo que podría dar lugar a una tendencia positiva de la oferta neta del índice.

*Curva de tipos EUR IG Corporate hoy - 1 mes*

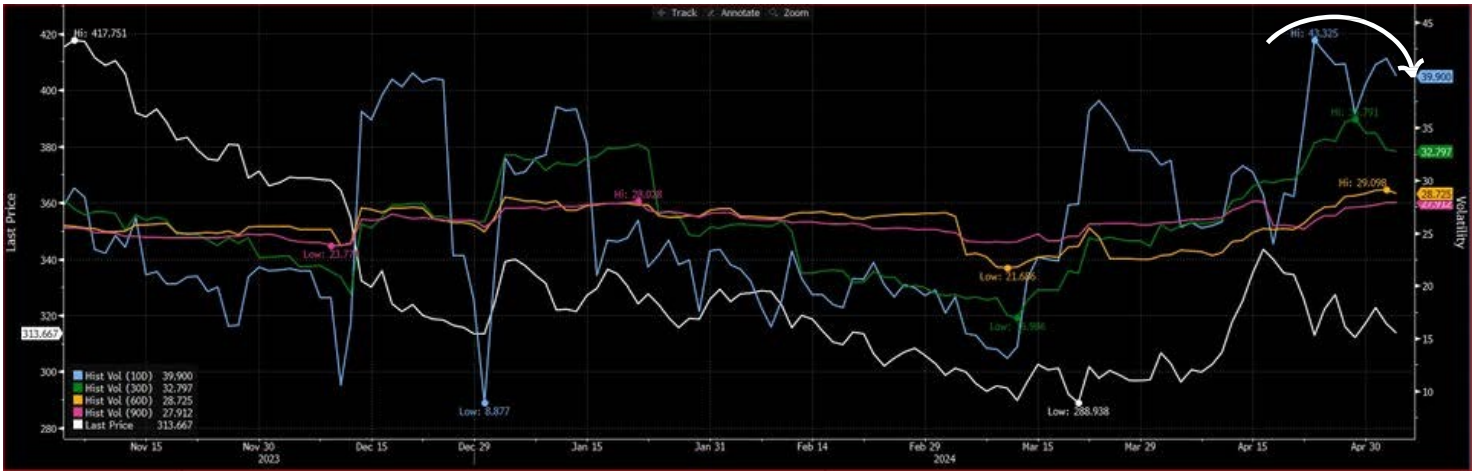
Fuente: Bloomberg




Dado que la futura bajada de tipos del BCE sigue siendo incierta, es difícil anticiparse y los gestores prefieren aligerarse. Esta reducción del riesgo se observa en toda la curva, con una fuerte concentración en el tramo 2y-5y. Este fenómeno podría persistir hasta la próxima reunión del BCE, que podría marcar la pauta de futuras bajadas de tipos.

Fuente: Bloomberg

Las tasas de impago siguen siendo bajas y, por el momento, la volatilidad de los Itraxx Cds está bajando, lo que sigue fomentando la venta de protección.




Fuente: Bloomberg

## III- a-Mercados europeos

Eurostoxx 50: Semanal

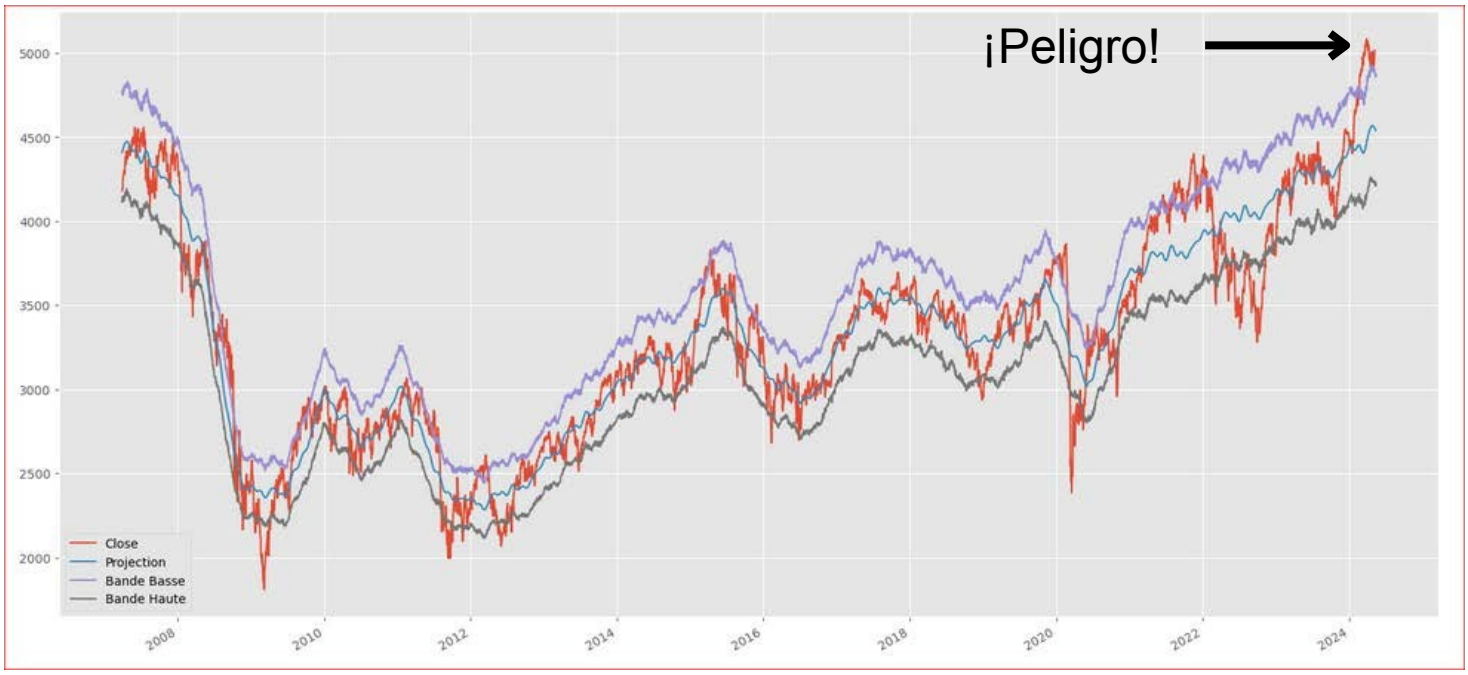
Fuente: Bloomberg

La salida de la parte superior del triángulo ascendente sugería un objetivo teórico, que se alcanzó el mes pasado en 5.100 pts. Desde entonces, el índice se ha estancado, con oleadas de ventas en torno al umbral psicológico de los 5.000 pts, y los indicadores siguen recalentados, lo que debería penalizar las compras a corto plazo.

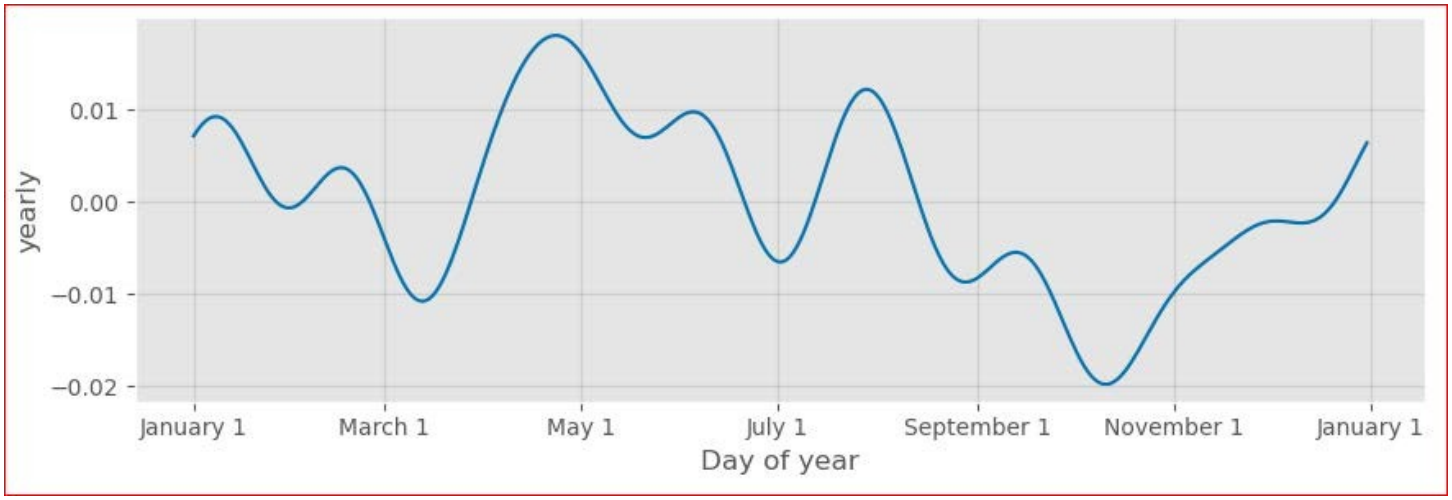
Fuente: Bloomberg

En el Sentix, está claro que los compradores acompañaron la última tendencia alcista. Pero la falta de impulso alcista para revertir el sentimiento en el corto plazo marcando la estela de un nuevo tramo a la baja.

Recientemente se ha producido un ligero resurgimiento del riesgo sistémico en el Índice de Contagio de Activos Cruzados. Si volviera a ser positivo, podríamos asistir a una oleada de descensos bastante acusada de aquí a finales de junio.



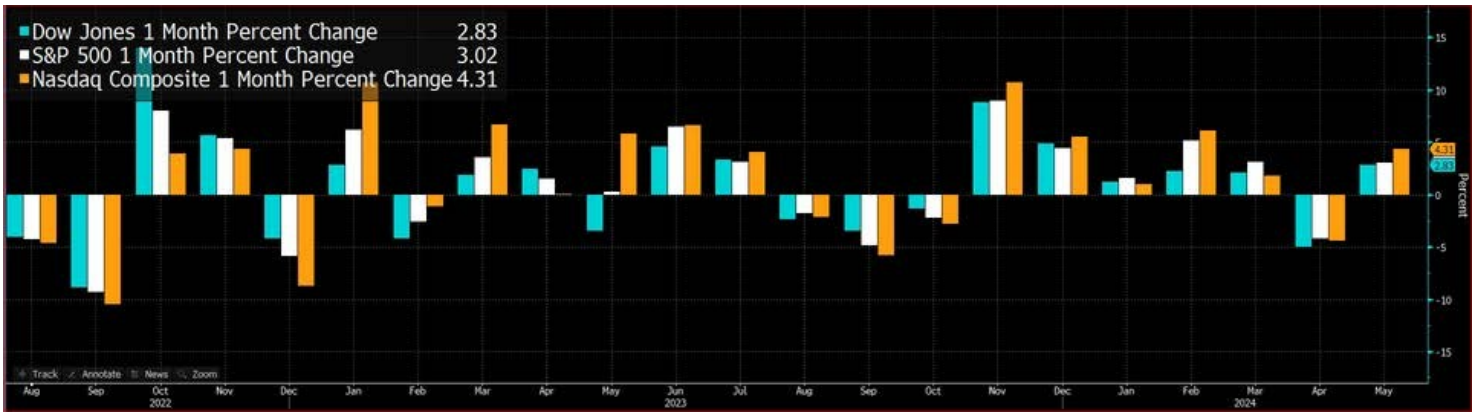

Índice Eurostoxx 50



## III- b- Mercados americanos.

Fuente: BloombergVIX/VIX3M

Una vez más, el VIX/VIX3M está cerca de una zona de venta. Esta zona favorece los descensos de la volatilidad.

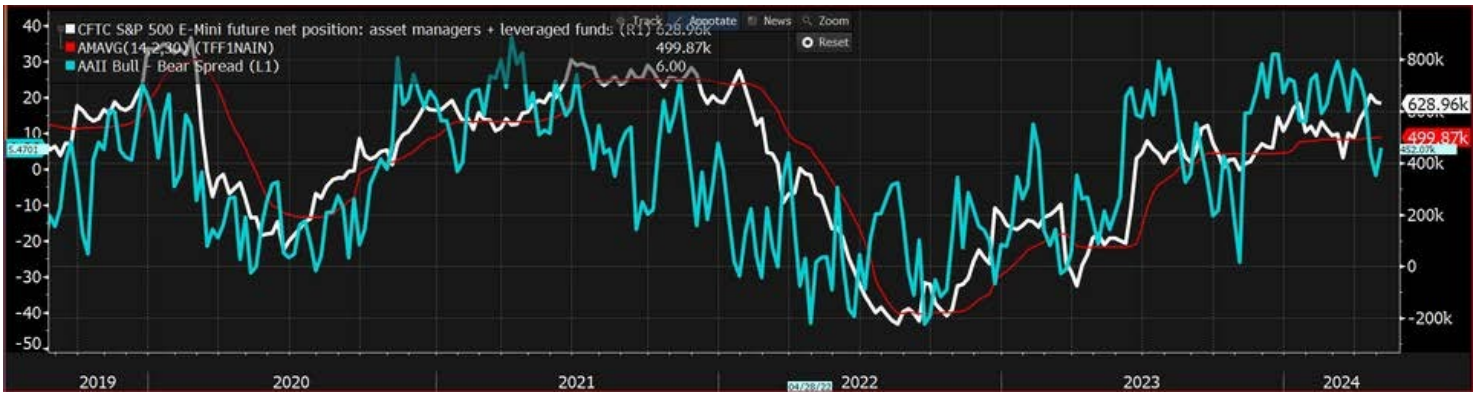



Fuente: Bloomberg

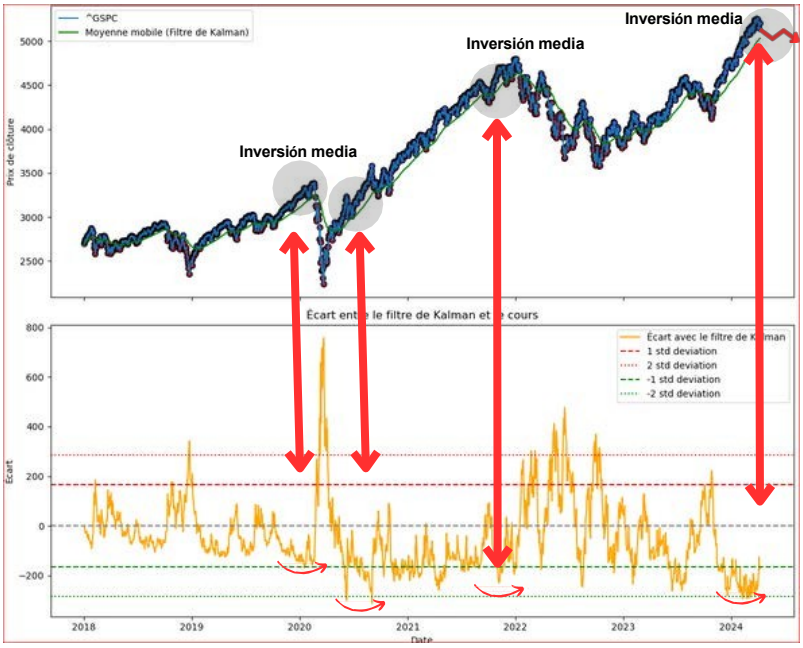
Tras la corrección de los índices en abril, éstos repuntaron sin compensar totalmente la pérdida anterior.

Fuente: Bloomberg

Hay muy poco margen para que los vendedores del S&P recuperen el control. Los contratos del S&P500 *recientemente* se han vuelto largos en términos netos . Esto no ocurría desde el 10 de junio de 2022.



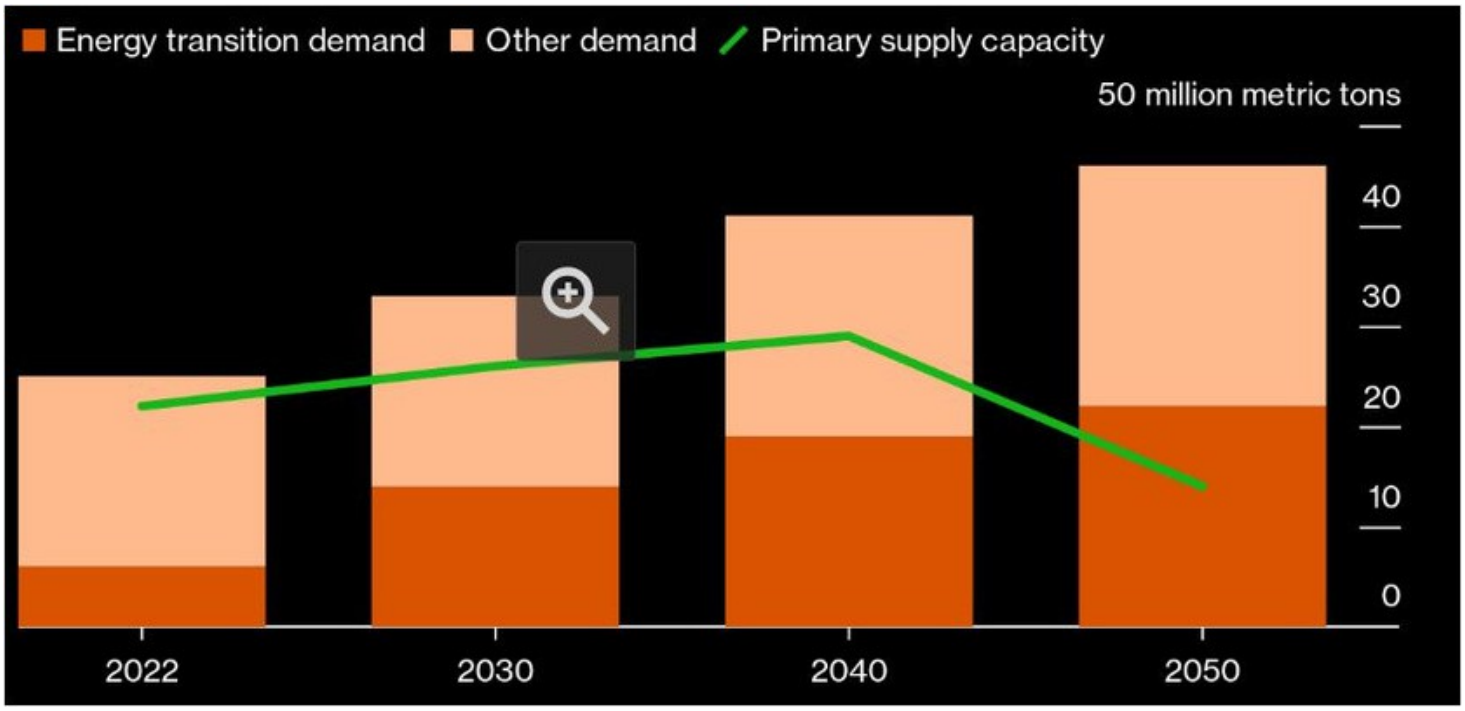

Fuente: Bloomberg



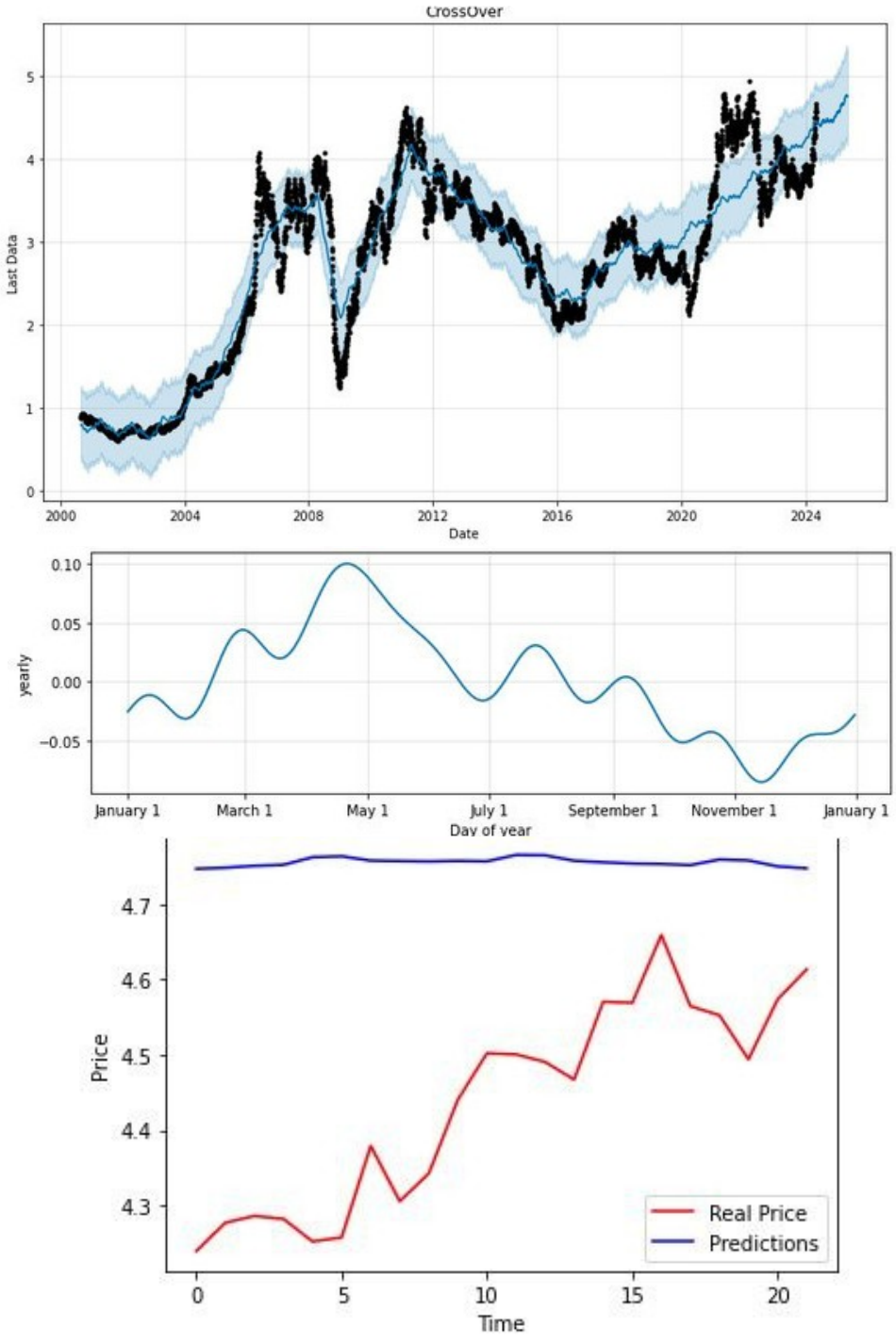
# IV. Metales comunes y metales preciosos

- Cobre.

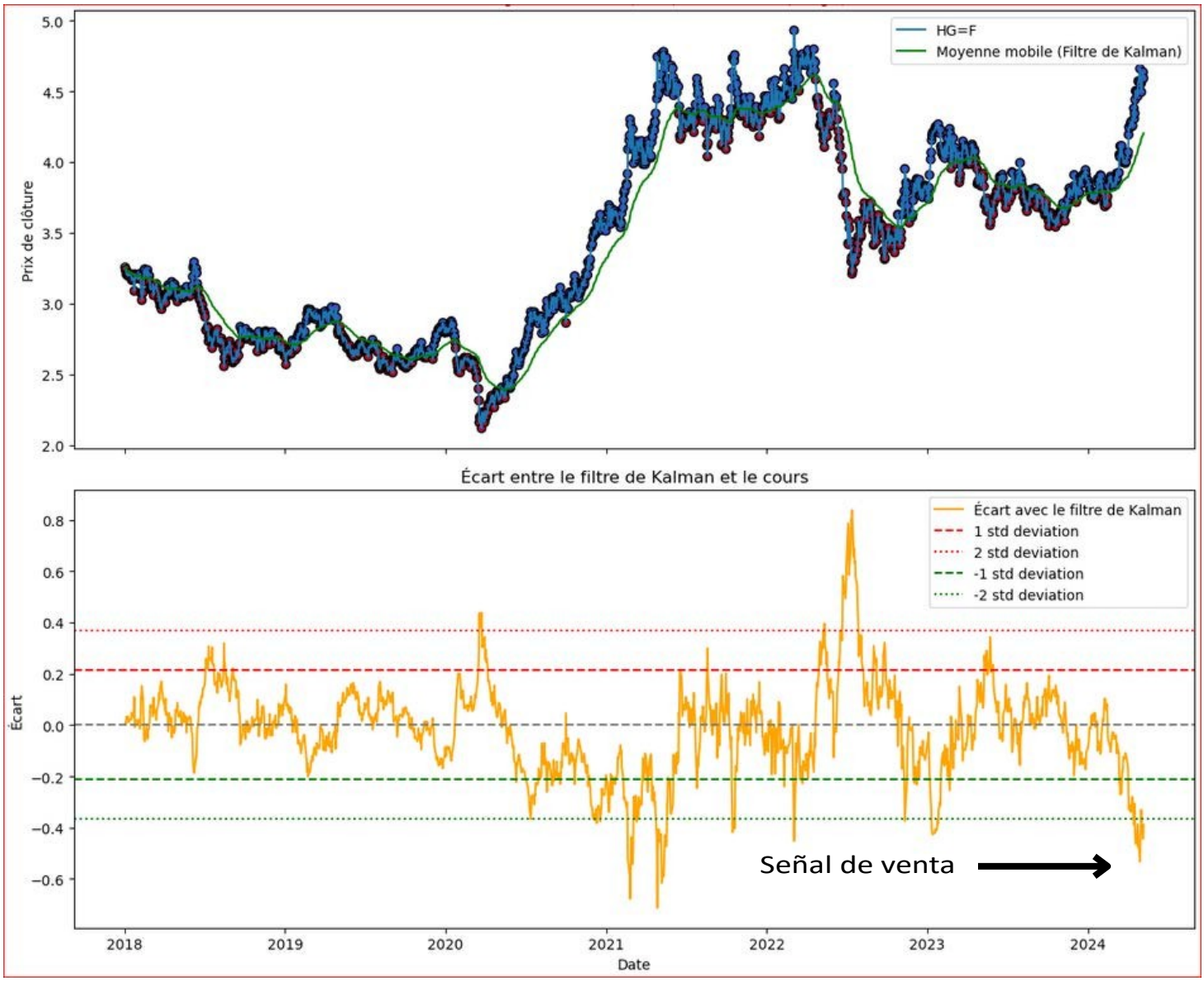
Las tensiones sociales y la incertidumbre política disuaden a las empresas mineras de invertir en nuevas capacidades. En Chile, el mayor productor, es inminente una subida salarial para los mineros, mientras que en Perú, el segundo mayor productor, los envíos de concentrado de cobre se retrasaron entre enero y abril debido a las manifestaciones. La incertidumbre en torno a la salud de la economía mundial, en particular la ralentización de China, también está pesando en las decisiones de inversión de capital de los productores. La recuperación del sector manufacturero chino no estuvo a la altura de las expectativas de los analistas en el primer trimestre, y los índices Caixin y oficial de directores de compras del Gobierno para abril mostraron una vuelta a la contracción. Las perspectivas menos optimistas de la demanda y las exportaciones alimentan la incertidumbre a corto plazo sobre la demanda de metales, a pesar del impulso a más largo plazo de la transición energética. Ante las perspectivas de crecimiento a largo plazo, las grandes empresas mineras con importantes recursos están optando por adquirir socios más pequeños para aprovechar las oportunidades de crecimiento. En los últimos 18 meses se han anunciado y completado transacciones importantes por valor de más de 11.000 millones de dólares, incluida la compra de OZ Minerals por 6.400 millones de dólares por parte de BHP. Es probable que en el horizonte se vislumbre una mayor consolidación, ya que, al parecer, la australiana South32 está considerando una oferta por la mina de Khoemacau, en Botsuana.




Fuente: Bloomberg

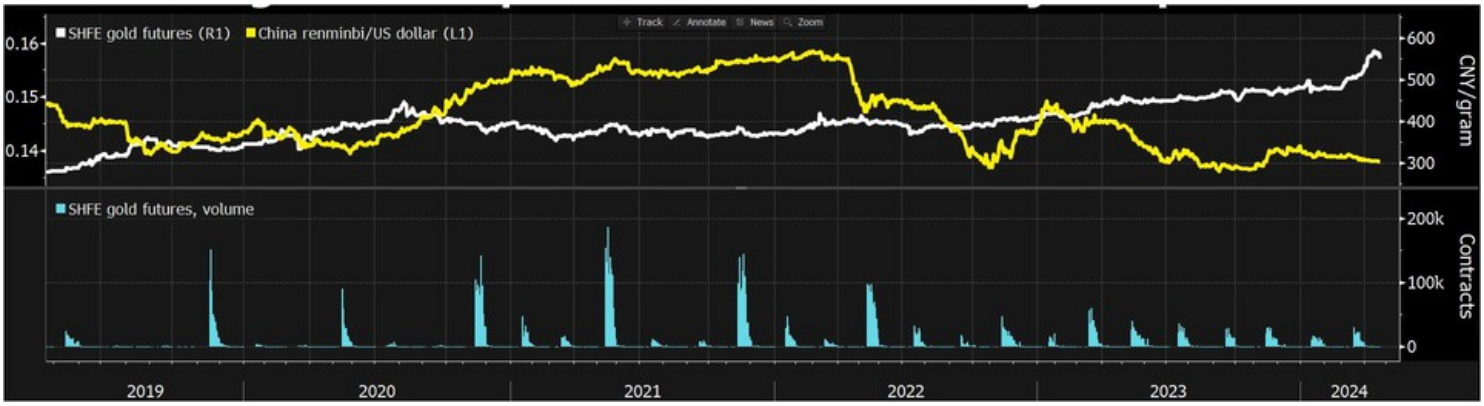



La reciente subida del cobre tras la caída del dólar lo mantiene en una tendencia alcista a corto plazo. El objetivo principal de 4,8 dólares sigue siendo alcanzable para el metal rojo. Aun así, nuestro modelo muestra que el cobre está sobrecomprado a corto plazo y se beneficiaría de una pequeña corrección en su tendencia alcista.

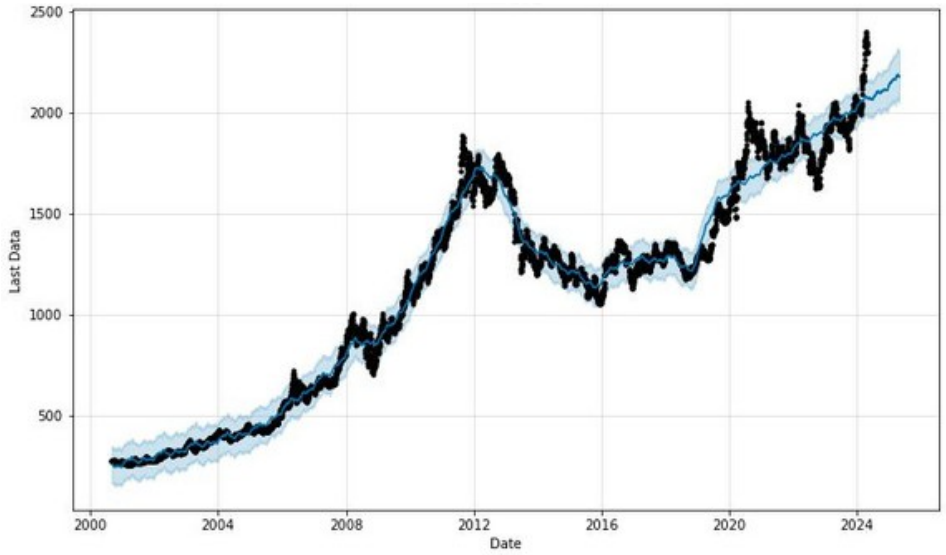

HG=F
Moyenne mobile (Filtre de Kalman)
Prix de clôture
Écart entre le filtre de Kalman et le cours
Écart avec le filtre de Kalman
1 std deviation
2 std deviation
-1 std deviation
-2 std deviation
Écart
Señal de venta
Date

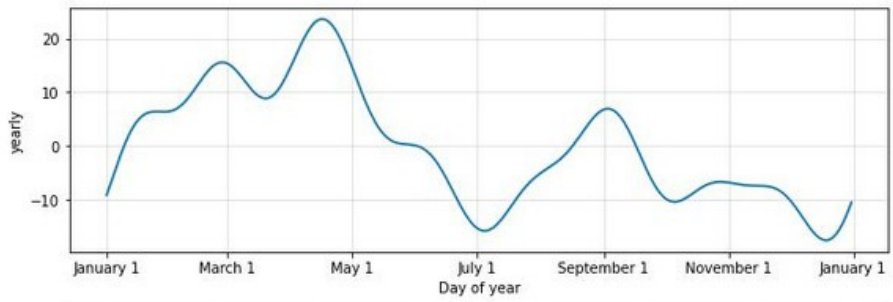
- Oro.

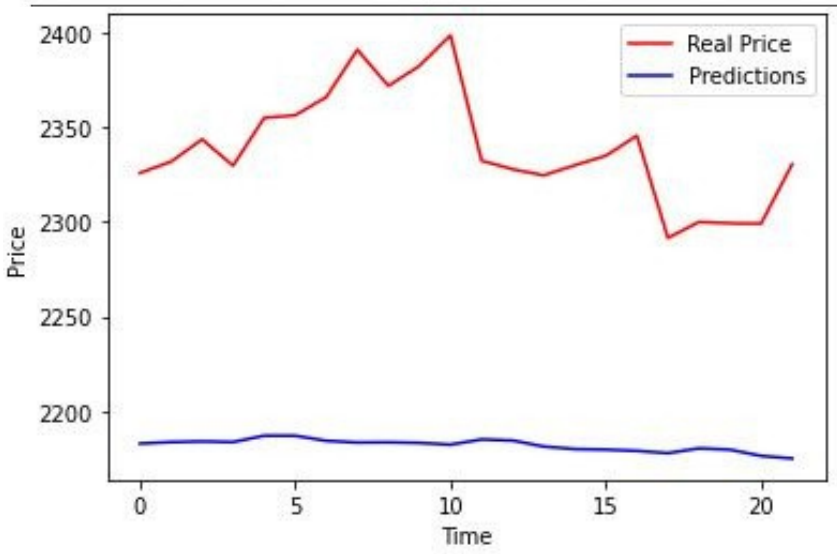
El oro repunta ligeramente a principios de mayo. Esta recuperación es atribuible al renovado optimismo sobre la economía estadounidense, ya que los inversores interpretan los recientes indicadores económicos como señales de un aterrizaje suave y no de una recesión inminente. Sin embargo, este optimismo sigue siendo prudente, ya que persiste la incertidumbre sobre la futura senda de la inflación y la política monetaria de la Reserva Federal. La subida de los tipos de interés suele ejercer una presión negativa sobre los precios del oro, ya que el metal no genera rentabilidad. A pesar de estas incertidumbres, el oro ha registrado un buen comportamiento a lo largo del año, con una subida de alrededor del 12,5% desde enero. Este rendimiento se ha visto respaldado por una combinación de factores, como las compras de los bancos centrales, la demanda de los mercados asiáticos y la búsqueda de refugios seguros en medio de las tensiones geopolíticas. A corto plazo, la evolución del oro dependerá de la percepción que tengan los inversores del equilibrio entre los riesgos inflacionistas y los riesgos de desaceleración económica. Unos nuevos datos económicos positivos podrían reforzar el optimismo e impulsar los precios del oro, mientras que unos mayores indicios de desaceleración podrían lastrar al metal precioso.



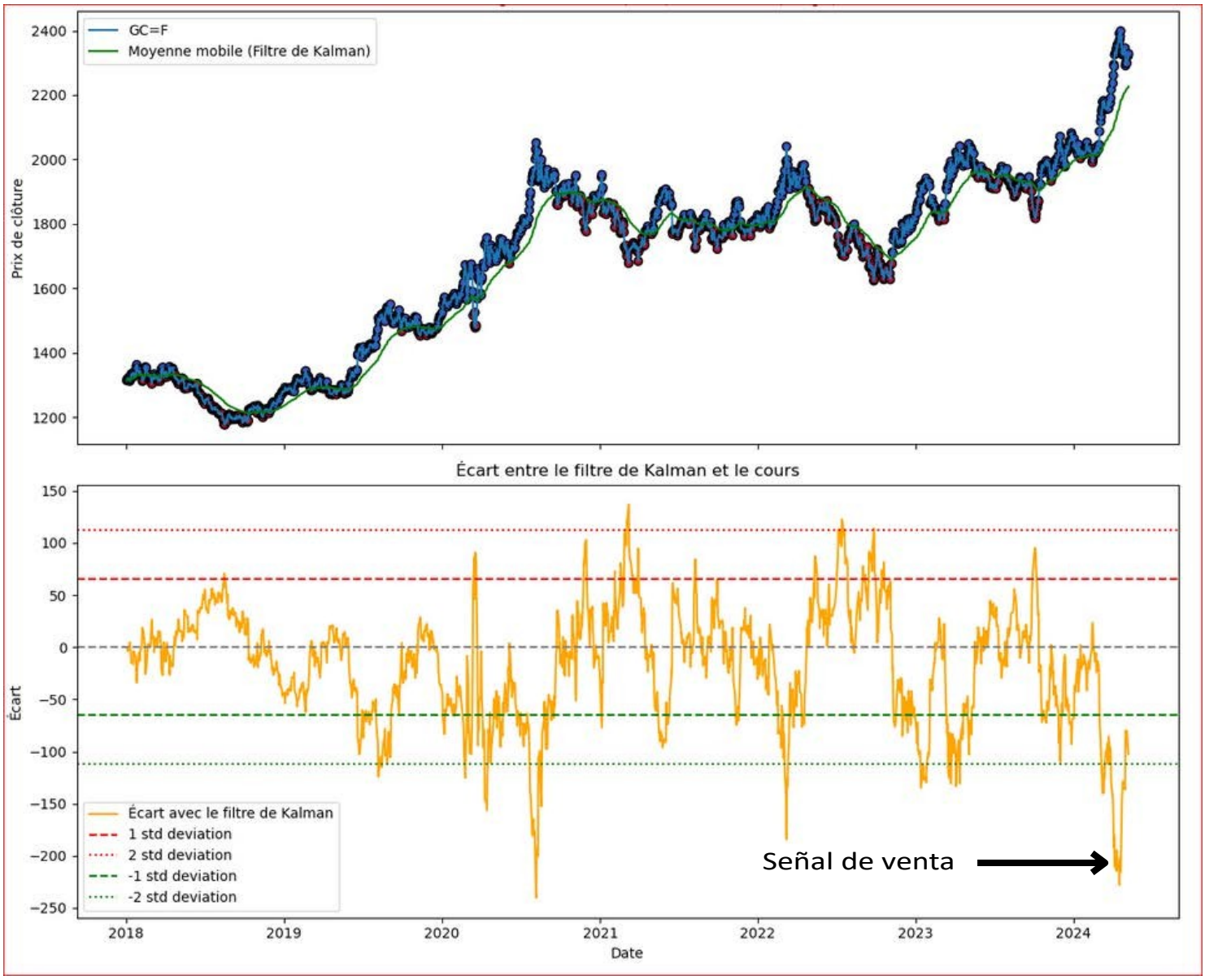

La reciente caída del dólar ha beneficiado al metal amarillo en los futuros del oro de Shanghai. Los volúmenes se dispararon a principios de mes, impulsando el mercado a nuevos máximos. El apetito de China por el oro sigue creciendo.



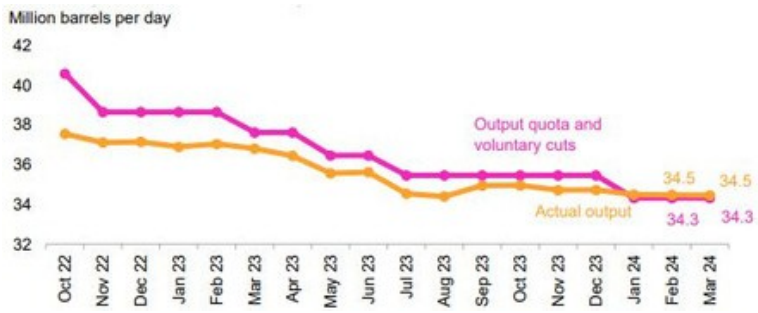

Por nuestra parte, seguimos considerando que el oro está sobrevalorado. Nuestro objetivo bajista se mantiene en 2.170 dólares. La estacionalidad está de nuestro lado hasta principios de julio.


GC=F
Moyenne mobile (Filtre de Kalman)
Prix de clôture
Écart entre le filtre de Kalman et le cours
Écart
Écart avec le filtre de Kalman
1 std deviation
2 std deviation
-1 std deviation
-2 std deviation
Señal de venta
Date

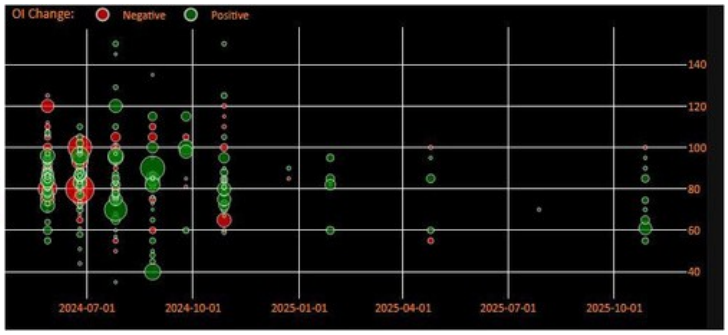
## V- Energía

Los precios del petróleo subieron ligeramente a principios de mayo, con Arabia Saudí aumentando el precio de su petróleo de alta calidad a Asia por tercer mes consecutivo. Esta decisión se produjo a pesar del recorte de producción del cártel OPEP+.

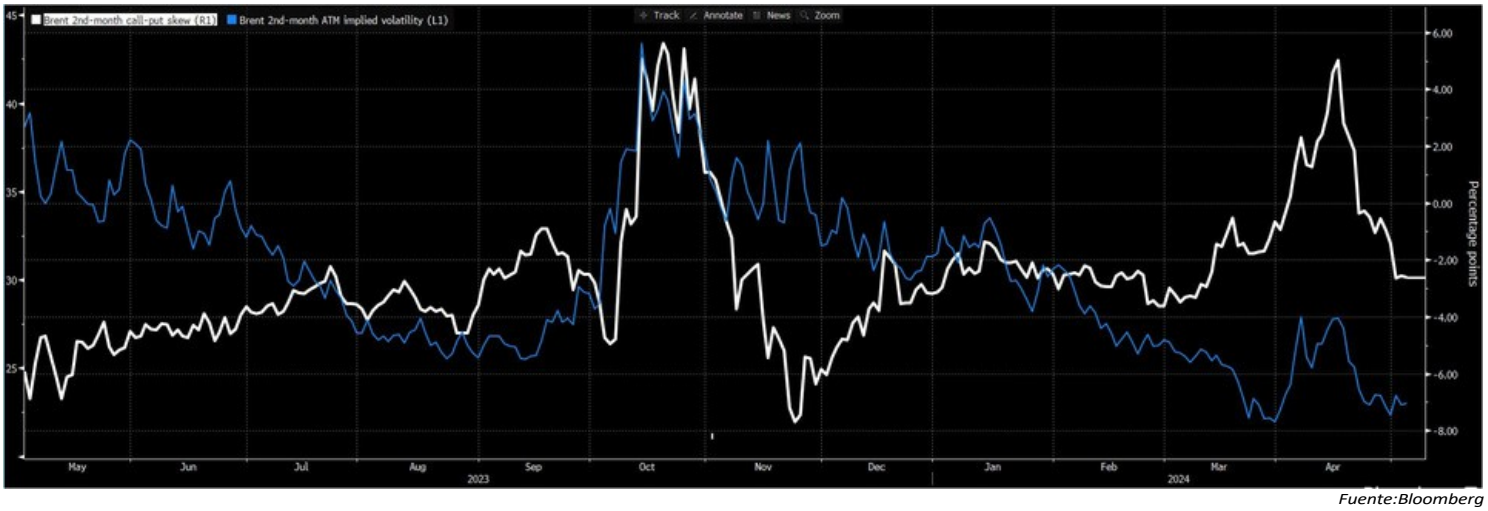
Los precios del petróleo cayeron la semana pasada, borrando parte de sus ganancias desde principios de año, al remitir la preocupación por un conflicto mayor en Oriente Medio. A pesar de este revés, se espera que la OPEP y sus aliados (OPEP+) mantengan sus recortes de producción en su reunión del mes que viene. Mientras tanto, Irak y Kazajstán, dos países que no han cumplido sus cuotas de producción, han presentado planes para ponerse al día.




*Fuente:Bloomberg*

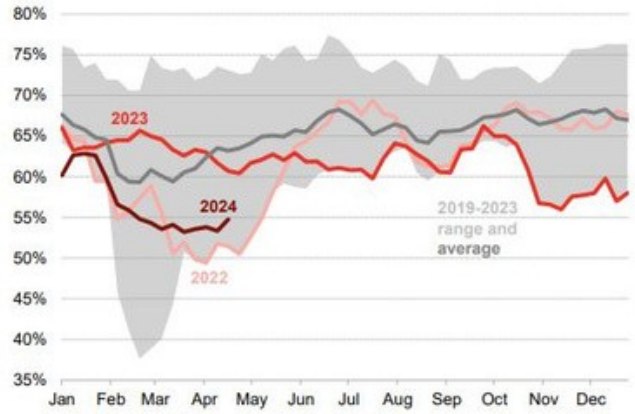


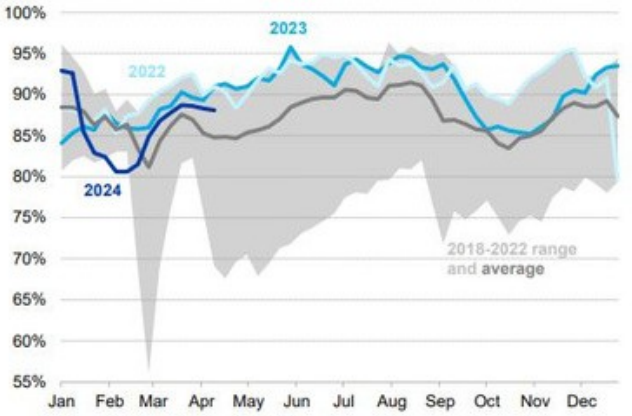

*Fuente:Bloomberg*




*Fuente:Bloomberg*

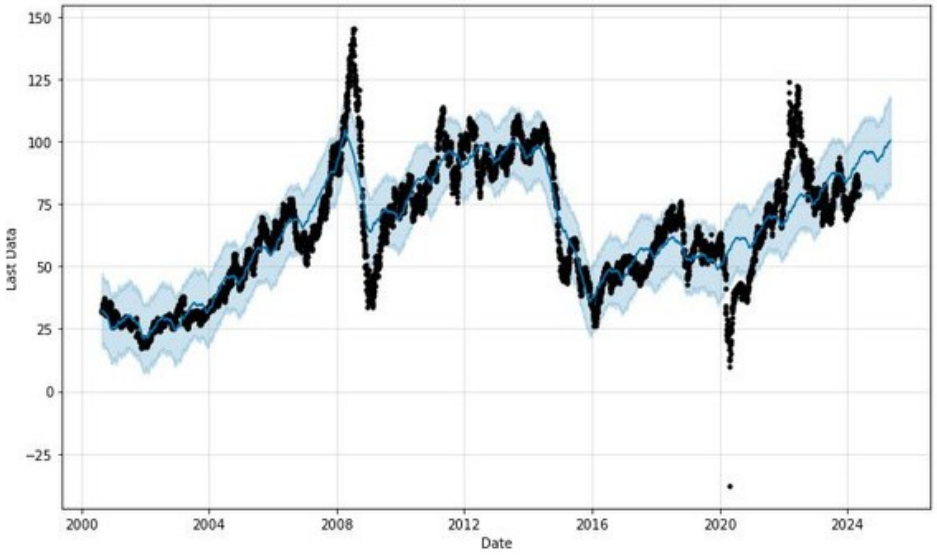
La prima de riesgo geopolítico que había inflado el precio del crudo se evaporó tan rápido como apareció, tras la atenuación de los temores iniciales a un conflicto generalizado en Oriente Medio. Con la retirada de Israel e Irán de la confrontación directa, la volatilidad volvió a caer a mínimos de varios años. La tendencia de las opciones volvió a inclinarse a favor de las opciones de venta, y la atención volvió a centrarse en los parámetros habituales: los tipos de interés, la oferta de la OPEP+ y el crecimiento de la demanda mundial. En resumen, el mercado del petróleo ha absorbido rápidamente la prima de riesgo asociada a las tensiones geopolíticas. Ahora se centra en los factores fundamentales que suelen influir en los precios del petróleo.

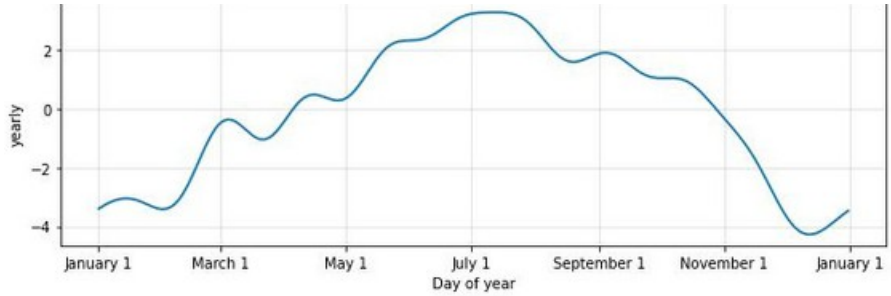


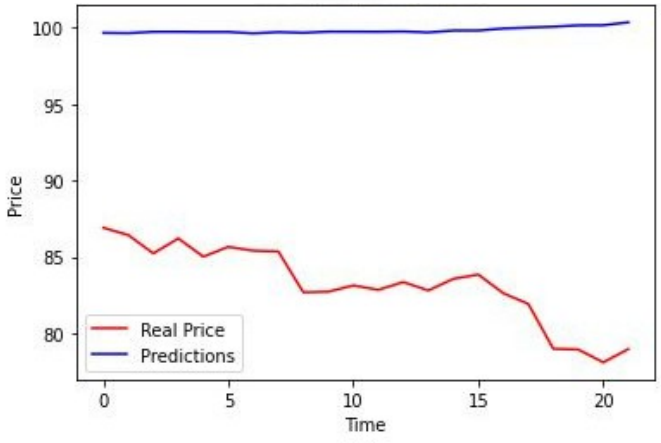




*Fuente:Bloomberg*

Ligera mejora de la utilización de la capacidad en China, pero aún muy por debajo de la media estacional. Los niveles en Estados Unidos se mantienen en línea, aunque se estancan ligeramente por debajo de los niveles de los dos últimos años.



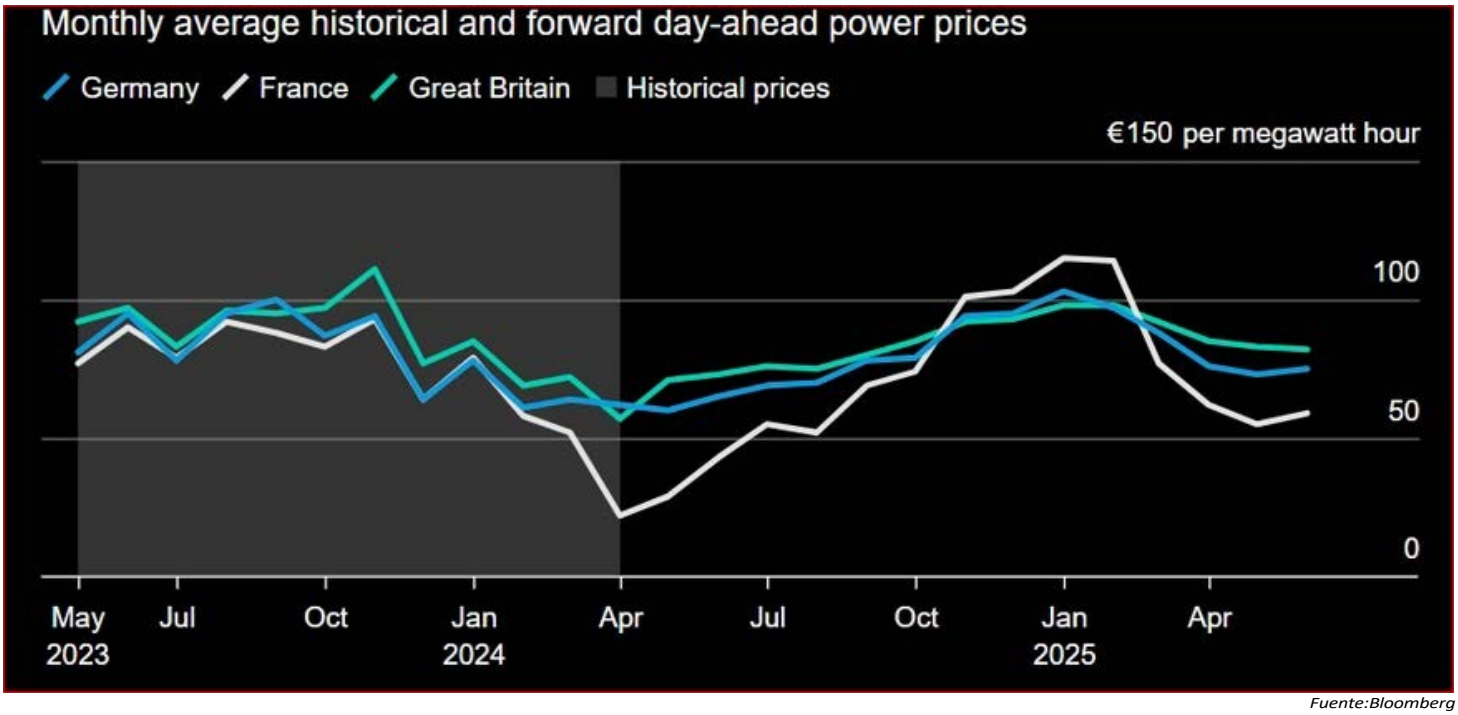



## Gas natural y GNL

Se espera que Noruega cubra este verano la mayor parte de las necesidades de gas de Europa a medida que sus instalaciones se recuperan de las importantes obras de mantenimiento del año pasado. Sin embargo, las interrupciones imprevistas podrían limitar los flujos y hacer subir los precios. Las previsiones indican que Noruega suministrará por gasoducto 270 millones de metros cúbicos diarios a la "Europa perimetral" - Noroeste de Europa, Italia y Austria - de mayo a septiembre, lo que representa alrededor de la mitad de la demanda total de gas de la región. Esto supone un aumento anual de unos 45 millones de metros cúbicos diarios. La visión actual de Noruega se basa en el calendario de mantenimiento publicado por Gassco a mediados de abril.

El calendario está sujeto a cambios y cualquier ajuste podría influir directamente en el ánimo del mercado, como ha ocurrido en los últimos años. Los precios podrían subir en caso de paradas prolongadas o imprevistas, lo que es especialmente notable cuando los principales yacimientos de producción, como Troll, o las plantas de transformación de Nyhamna, Karsto y Kollsnes se ven afectados por una actividad de mantenimiento prolongada. A 28 de abril, la previsión total de capacidad no disponible por paradas en los principales yacimientos noruegos era de unos 33 millones de metros cúbicos diarios para el resto del verano. Esta cifra no ha variado significativamente en los últimos meses.

Mientras tanto, los precios del gas natural en Europa han subido hasta casi 32 euros por megavatio-hora, a medida que prosiguen los esfuerzos por reponer las reservas de combustible de la región y aumenta la demanda del mismo. Los futuros de referencia subieron hasta un 5,5% el lunes, tras cerrar la semana anterior con un alza superior al 5%. En las últimas sesiones se han observado fluctuaciones en los contratos, ya que los operadores evalúan los riesgos de la oferta ante una demanda todavía relativamente débil en Europa, donde la recuperación económica no termina de afianzarse. A pesar de las continuas perturbaciones en el mercado mundial del gas licuado -por ejemplo, se prevé que una unidad de producción en Australia permanezca fuera de servicio durante unas cinco semanas (tren de GNL de Gorgon)-, Europa ha conseguido seguir reponiendo sus existencias en previsión de la próxima temporada de calefacción. La región reanudó la semana pasada las entradas netas en los centros de almacenamiento tras una pausa, aunque hay indicios de una mayor competencia por parte de Asia.



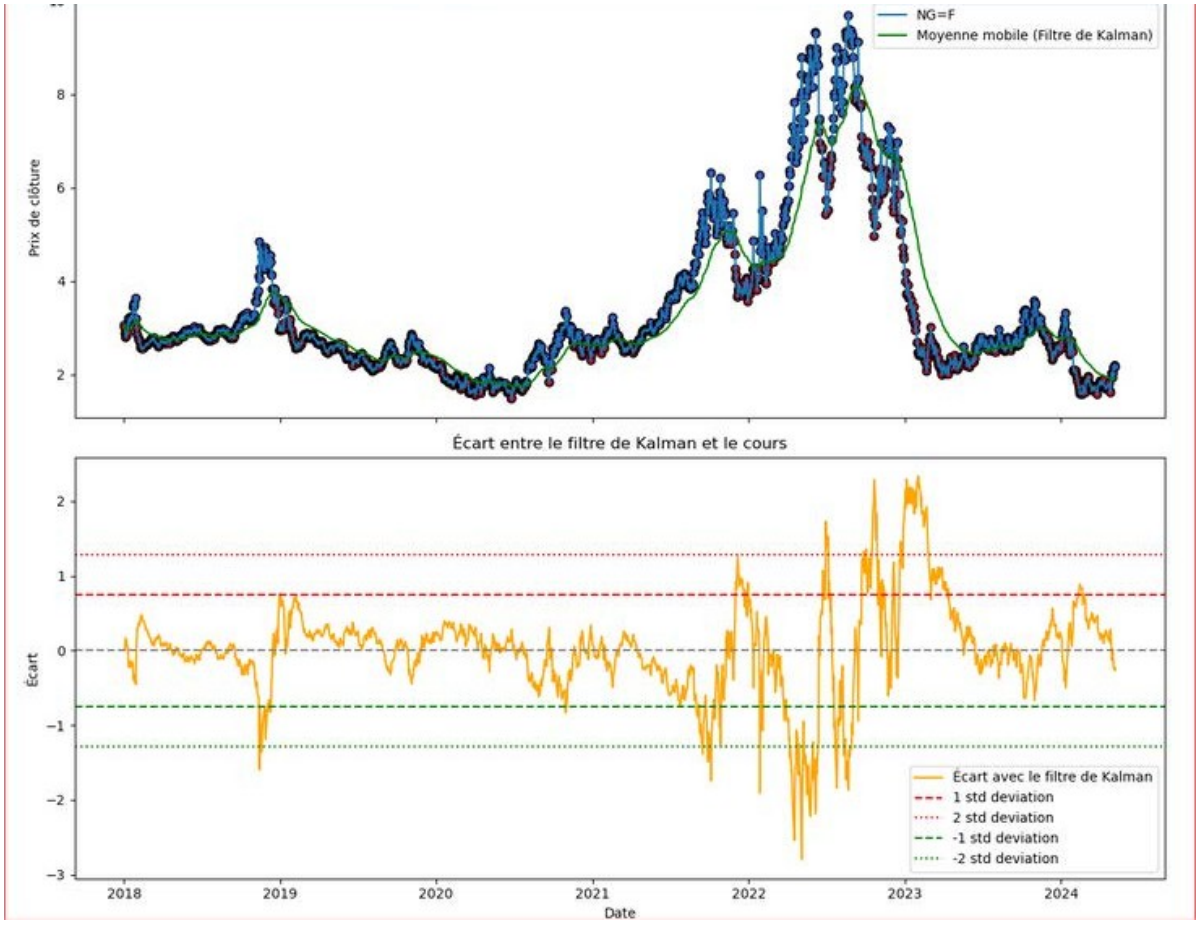

*Fuente:Bloomberg*

*Fuente:Bloomberg*

El número de buques metaneros en el agua parece acaparado por Asia en estos momentos en detrimento de Europa, como muestra el mapa anterior.

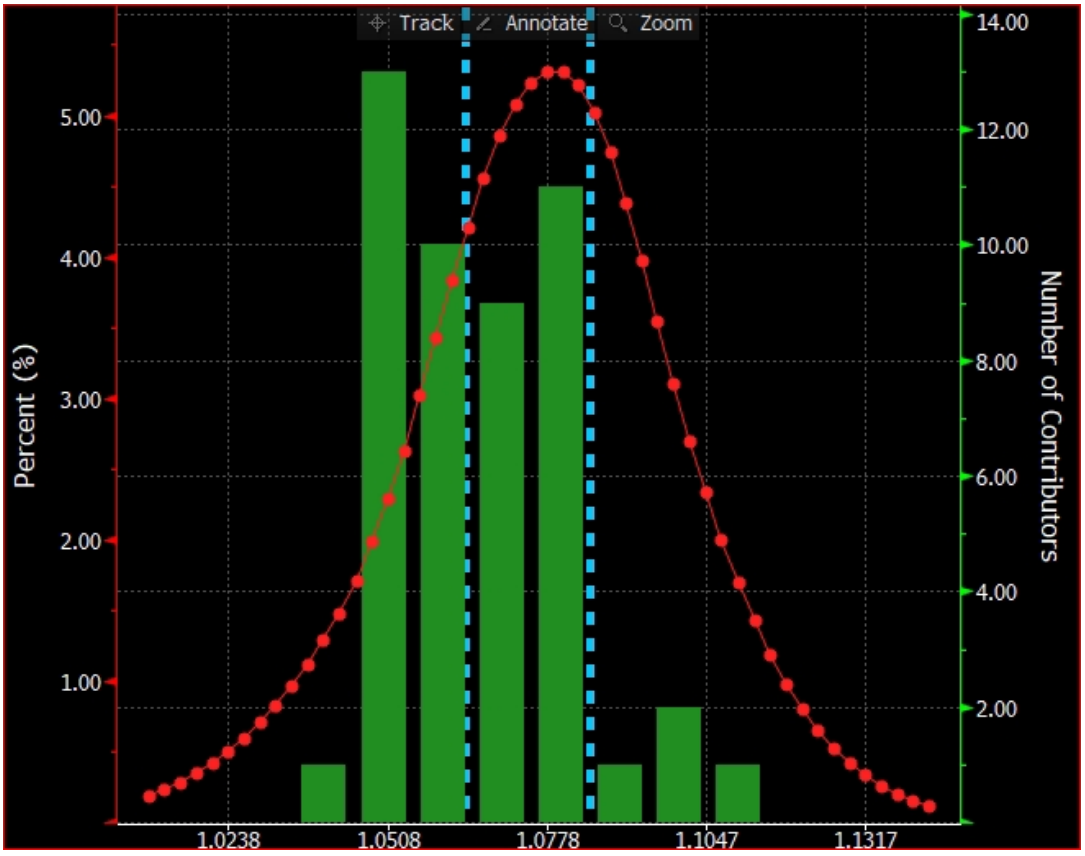
En Estados Unidos, las exportaciones de gas natural licuado a Asia son actualmente más rentables en junio, julio y agosto. El diferencial de precios del gas entre Asia y Europa fue de 1,22 dólares por MMBtu en junio.

| Tenor | NBP | NBP-HH | HH | JKM-HH | JKM-NBP | JKM LNG | JKM-TTF | TTF (ICE) | TTF (OTC) | TTF (OTC)-HH |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Monthly | | | | | | | | | | |
| May-24 | | | | | 1.64 | 11.374 | 1.46 | | 9.17 | |
| Jun-24 | 9.747 | 7.58 | 2.167 | 9.206999779 | 1.63 | 11.374 | 1.27 | 9.96 | 10.09 | 7.923000183 |
| Jul-24 | 9.725 | 7.285 | 2.44 | 8.726999283 | 1.44 | 11.167 | 1.03 | 10.01 | 10.13 | 7.689999466 |
| Aug-24 | 9.905 | 7.358 | 2.548 | 8.769500256 | 1.41 | 11.317 | 1.08 | 10.1 | 10.23 | 7.682499866 |
| Sep-24 | 10.389 | 7.834 | 2.556 | 9.095499992 | 1.25 | 11.651 | 1.21 | 10.32 | 10.43 | 7.874499969 |
| Oct-24 | 10.546 | 7.898 | 2.648 | 9.258500099 | 1.25 | 11.906 | 1.18 | 10.59 | 10.71 | 8.062499962 |
| Nov-24 | 11.984 | 8.954 | 3.03 | 9.769999981 | 0.79 | 12.8 | 1.22 | 11.44 | 11.57 | 8.53999979 |
| Dec-24 | 11.76 | 8.213 | 3.547 | 9.565999746 | 1.21 | 13.113 | 1.11 | 11.86 | 11.99 | 8.44299983 |
| Jan-25 | 12.118 | 8.31 | 3.808 | 9.905999422 | 1.46 | 13.714 | 1.59 | 11.98 | 12.12 | 8.311999674 |
| Feb-25 | 12.427 | 8.784 | 3.643 | 10.21299958 | 1.43 | 13.856 | 1.69 | 12.03 | 12.16 | 8.516999636 |
| Mar-25 | 12.927 | 9.682 | 3.245 | 10.3319993 | 0.92 | 13.577 | 1.56 | 11.88 | 12 | 8.754999638 |
| Apr-25 | 11.874 | 8.856 | 3.018 | 9.079999447 | 0.34 | 12.098 | 0.66 | 11.27 | 11.43 | 8.411999874 |
| May-25 | 11.176 | 8.119 | 3.057 | 8.899000168 | 0.81 | 11.956 | 0.68 | 11.14 | 11.26 | 8.20299984 |
| Jun-25 | 11.007 | 7.772 | 3.235 | 8.707999706 | 0.93 | 11.943 | 0.75 | 11.07 | 11.19 | 7.954999866 |
| Jul-25 | 10.9 | 7.472 | 3.428 | 8.639999866 | 1.19 | 12.068 | 0.84 | 11.07 | 11.22 | 7.792000027 |
| Aug-25 | 11.029 | 7.549 | 3.48 | 8.78799963 | 1.27 | 12.268 | 0.98 | 11.15 | 11.28 | 7.799999981 |
| Sep-25 | 11.435 | 7.984 | 3.451 | 8.91899991 | 0.96 | 12.37 | 1.01 | 11.26 | 11.36 | 7.909000025 |
| Oct-25 | 11.721 | 8.21 | 3.511 | 9.095000029 | 0.9 | 12.606 | 1.19 | 11.4 | 11.41 | 7.899000082 |
| Quarterly | | | | | | | | | | |
| Q2-24 | 9.747 | 7.58 | 2.167 | 9.206999779 | 1.63 | 11.374 | | | 10.09 | 7.923000183 |
| Q3-24 | 10.003 | 7.489 | 2.514 | 8.864447832 | 1.37 | 11.378 | 1.1 | 10.14 | 10.26 | 7.746113787 |
| Q4-24 | 11.424 | 8.349 | 3.075 | 9.531013012 | 1.09 | 12.606 | 1.17 | 11.29 | 11.42 | 8.344679279 |
| Q1-25 | 12.493 | 8.93 | 3.563 | 10.15292192 | 1.26 | 13.716 | 1.61 | 11.96 | 12.09 | 8.527255144 |
| Q2-25 | 11.35 | 8.248 | 3.103 | 8.896176338 | 0.7 | 11.999 | 0.7 | 11.16 | 11.29 | 8.187175789 |



# VI- Forex

Los participantes en el mercado siguen apostando por una caída del euro. Las posiciones cortas se acumulan a medida que los distintos gobernadores del Banco Central Europeo pronuncian discursos.

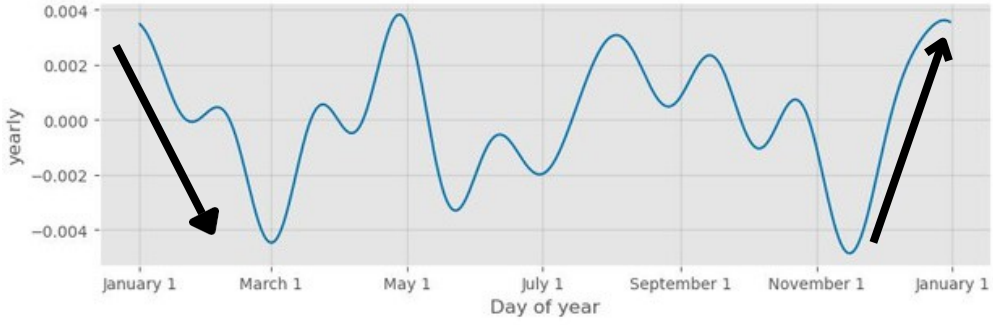



*Fuente:Bloomberg*

Los analistas siguen apuntando al EURUSD entre 1,0700 y 1,0800.

*Fuente:Bloomberg*

Todavía limitado por su media a medio plazo, el par sigue atascado por debajo de 1,0850. Por el momento hay pocos movimientos preocupantes, pero la tendencia sigue siendo bajista a corto plazo. Prevalece la neutralidad, pero cuidado: cuanto más se comprima la volatilidad con el paso del tiempo, más violento será el choque.



JVR INVEST
GET HIGHER

Nuestra asignación de activos para 2024:

| Classe de actifs | Négatif | Neutral | Positif |
|---|---|---|---|
| Actions États-Unis | | | |
| Actions Europe | | | |
| Actions Emergents | | | |
| Bonds | | | |
| Or | | | |
| Pétrole | | | |
| Cryptomonnaies | | | |
| Immobilier | | | |

**DESCARGO DE RESPONSABILIDAD :**

**Este boletín está destinado a inversores cualificados y no constituye en modo alguno una oferta comercial ni una invitación a adquirir los productos mencionados. Se elabora exclusivamente para los destinatarios y se considera confidencial. Las ideas y opiniones expresadas en este mensaje son las de su autor, JVRinvest SARL. El objetivo del boletín es proporcionar información y ayudar a los inversores a tomar sus decisiones. Toda publicación, utilización, distribución, impresión o copia no autorizada de este boletín deberá ser previamente autorizada por JVRinvest SARL. JVRinvest SARL declina toda responsabilidad en caso de modificación del presente boletín.**