



JVR INVEST  
GET HIGHER

**Julio-agosto de 2024**

# Boletín



## Mensaje del Director General

Estimados lectores,

Entramos en julio con el resultado de las elecciones en Europa (Reino Unido y Francia) y la victoria de opciones de izquierda con diversas y variadas alianzas. Lo que tienen en común es la creciente insatisfacción de los votantes que, en cualquier sistema que se suponga democrático, buscan un cambio de gobierno como forma de resolver sus problemas cotidianos. Los problemas de la inseguridad, la natalidad, el paro, el poder adquisitivo y el declive económico son resueltos por estas opciones con un aumento de la deuda y mayores impuestos.

Históricamente, estas recetas no parecen haber tenido éxito en ningún país de la OCDE. Las recetas de convocar constantemente elecciones, que se han utilizado sucesivamente en España y Francia tras el fracaso de los gobiernos en el poder (elecciones municipales y europeas), junto con las tácticas para demonizar a los oponentes políticos, parecen ser una estrategia para mantenerse en el poder a toda costa.

Además, la renovación de la Comisión Europea, en la que los ciudadanos no eligen a los Comisarios, sino que son los gobiernos de los países los que regatean por esos puestos, aleja la percepción de una democracia directa y cercana a los ciudadanos.

2024 también será un año electoral en Estados Unidos, y no descartamos que el presidente Biden sea sustituido en vísperas de las elecciones, dado su estado de salud. No descartamos el nombramiento de urgencia del Gobernador de California en un último intento desesperado del Partido Demócrata por aferrarse al poder mientras Trump sigue subiendo en las encuestas.

Seguimos siendo prudentes y neutrales en renta variable y oro, positivos en petróleo y renta fija, y negativos en el sector inmobiliario y las criptomonedas. Esperamos verles pronto para compartir sus opiniones, y les deseamos unas muy felices fiestas.

Joaquín Vispe



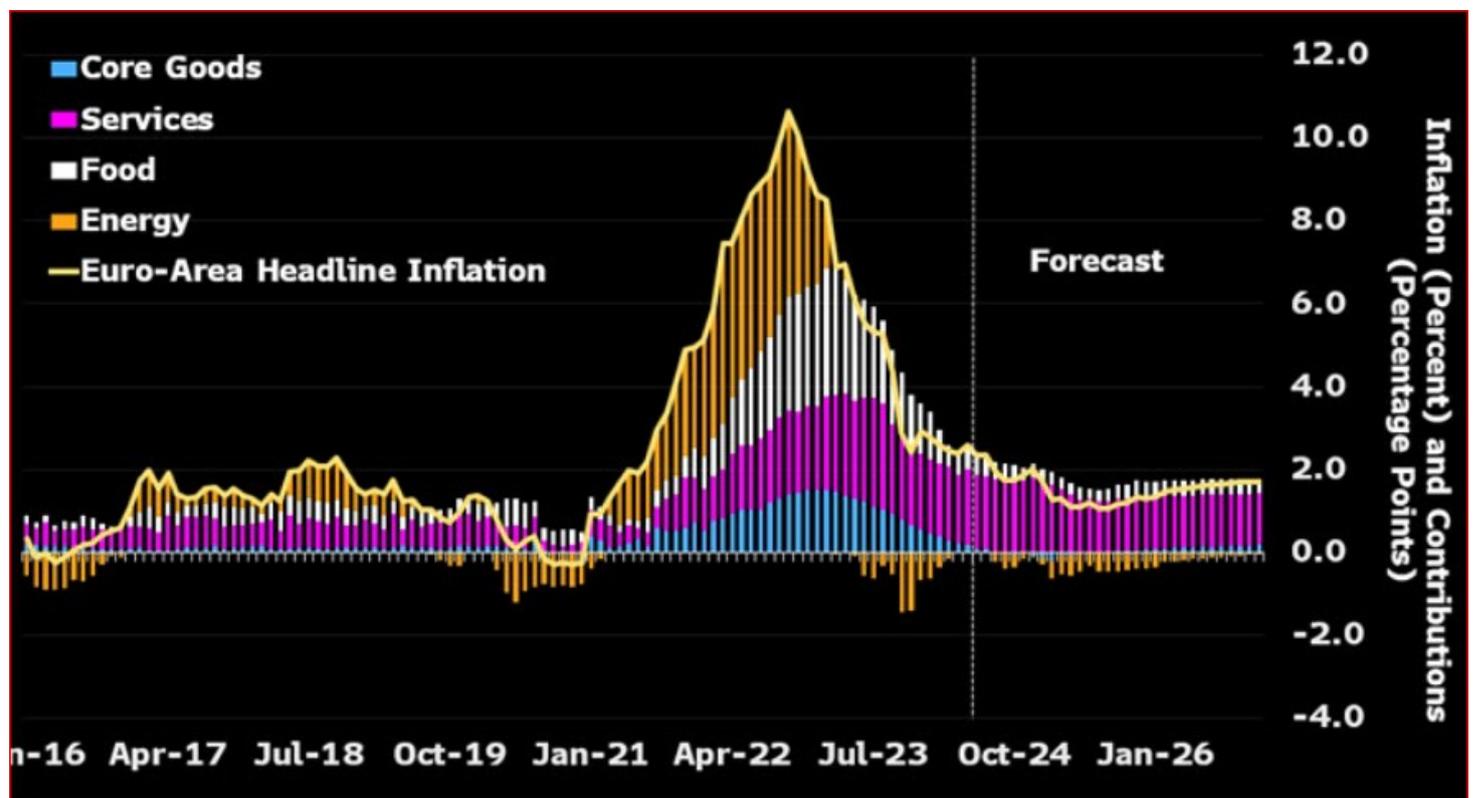


JVR INVEST  
GET HIGHER

## I - Actualización macroeconómica

Las presiones sobre los costes parecen ir cediendo gradualmente, aunque este año más despacio de lo previsto inicialmente. Se prevé que la inflación caiga por debajo del objetivo del 2% fijado por el BCE ya en agosto, y que la brecha se amplíe aún más en 2025, debido principalmente a los efectos de base de los precios de la energía.

Es probable que el BCE mantenga la cautela ante la elevada inflación de los servicios. Así pues, es muy improbable una bajada de tipos en julio, pero si los datos evolucionan como se espera, podría producirse un recorte de 25 puntos básicos en septiembre. Según nuestras previsiones, los tipos de interés deudores deberían bajar del 3,75% actual al 3,25% de aquí a finales de año, para alcanzar un tipo final del 2% a principios de 2026.



Fuente: Bloomberg

Las recientes elecciones al Parlamento Europeo mostraron un giro político hacia la derecha, pero no lo suficiente como para provocar un cambio de rumbo radical.

La decisión del presidente Macron de convocar elecciones anticipadas ha creado incertidumbre sobre las perspectivas económicas.

Sea cual sea el resultado de las elecciones francesas, es probable que las restricciones del mercado limiten la capacidad del próximo gobierno para cumplir todas sus promesas electorales. Sin embargo, el gasto presupuestario adicional parece inevitable, a pesar de la resistencia de los mercados de bonos, que podrían verse obligados a adoptar una postura más firme antes de dar carpetazo a proyectos políticos ambiciosos y costosos.

El 12 de junio, la Unión Europea anunció la introducción de aranceles antisubvenciones sobre los vehículos eléctricos importados de China, una decisión que podría desencadenar represalias por parte de Pekín. Además, las elecciones presidenciales estadounidenses de noviembre podrían llevar a Estados Unidos a imponer aranceles a las exportaciones europeas. Aunque tales aranceles perjudicarían al sector manufacturero europeo, su impacto macroeconómico sería probablemente limitado.

Las elecciones estadounidenses también podrían aumentar la presión sobre Europa para que aumente su gasto en defensa, sobre todo si una administración Trump decide retirar a Estados Unidos de la OTAN. Esta eventualidad podría ejercer una presión adicional sobre las finanzas públicas europeas, forzando potencialmente difíciles recortes presupuestarios en otros sectores.



Hay una prima bastante significativa sobre el VIX el 24 de octubre, que corresponde al inicio de las elecciones estadounidenses.

La Reserva Federal estadounidense (Fed) se enfrenta a una situación compleja, con una tasa de desempleo baja y una inflación a la baja, pero aún por encima del objetivo del 2%. Según las últimas estadísticas, la tasa de desempleo se mantuvo estable en el 3,6% a 1 de julio de 2024, mientras que la inflación, medida por el índice de precios al consumo (IPC), cayó al 3,3% interanual.

La política actual de la Fed sigue siendo prudente, prestando especial atención a los riesgos inflacionistas persistentes. El presidente de la Fed, Jerome Powell, ha subrayado que, pese a los avances en la reducción de la inflación, la Fed aún no se siente lo suficientemente segura como para empezar a recortar los tipos de interés.

Los funcionarios de la Fed también han indicado que podría plantearse un único recorte de tipos antes de finales de 2024, pero esto dependerá en gran medida de los datos económicos futuros y de la trayectoria de la inflación. La Fed también sigue reduciendo el tamaño de su balance mediante la reducción de sus tenencias de valores del Tesoro y valores respaldados por hipotecas.

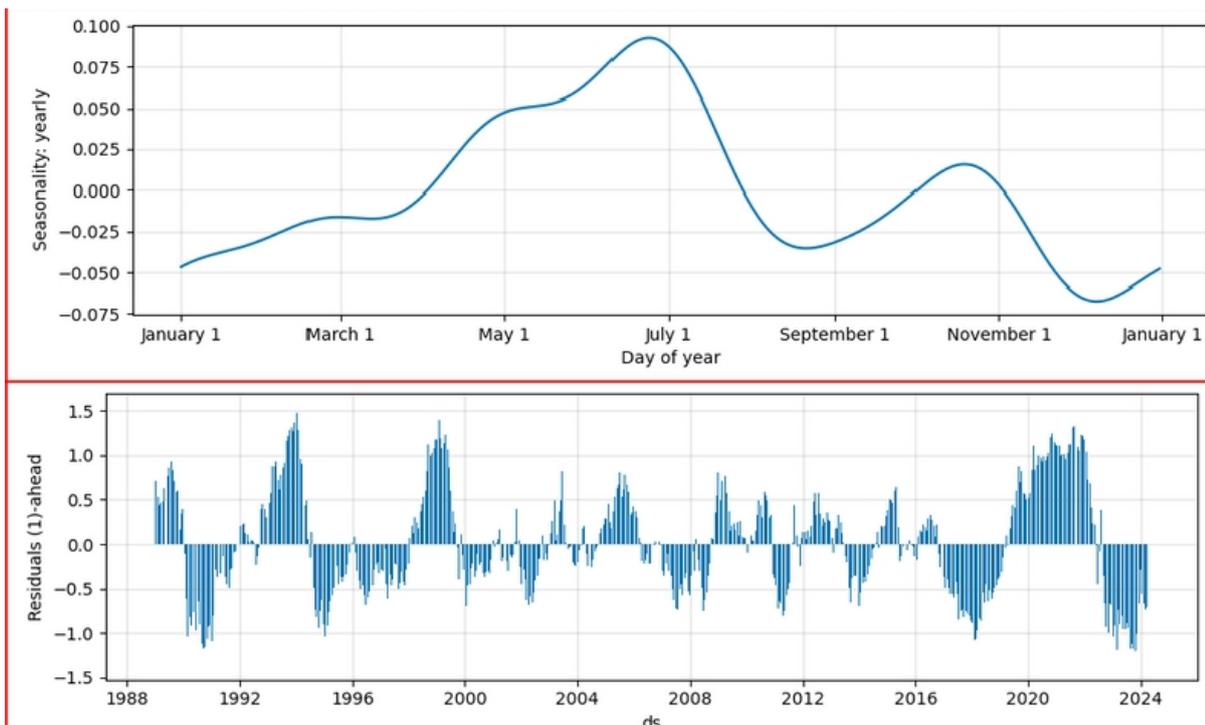
En resumen, el verano de 2024 en Estados Unidos estará marcado por un estrecho seguimiento de las decisiones de la Fed, la dinámica del consumo de los hogares, el comportamiento de los mercados financieros y los riesgos geopolíticos y climáticos. Los inversores y los consumidores tendrán que navegar por un entorno económico complejo y en rápida evolución.



## II - Créditos



El rendimiento de los bonos alemanes a 10 años en junio se vio influido por una combinación de factores económicos, monetarios y geopolíticos. La inflación persistente, las políticas del BCE y las incertidumbres económicas mundiales siguen desempeñando un papel clave en la determinación de los rendimientos. Para los inversores, estas dinámicas ofrecen tanto retos como oportunidades, mientras que para los responsables políticos representan indicadores cruciales para ajustar sus estrategias económicas y monetarias. Nuestro análisis del ciclo muestra que los tipos deberían empezar a bajar hasta mediados de agosto.

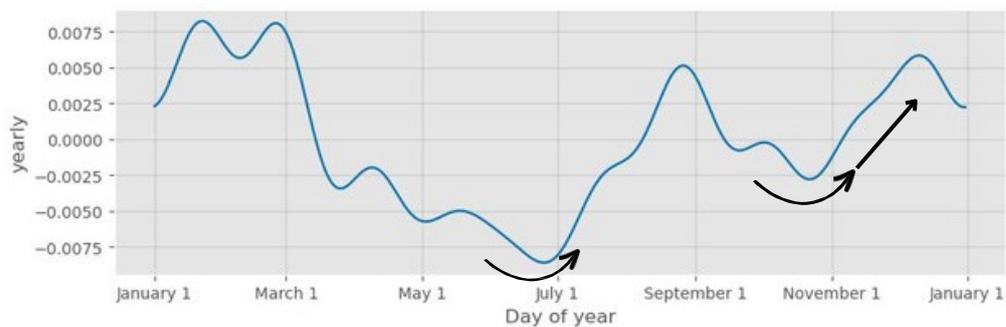




Bund semanal prompt futuro

Como se esperaba, el Bund se mantuvo estable en junio. Julio debería ser muy diferente, con la posibilidad de otro repunte hacia 136 y luego 140. La estacionalidad nos acompaña y podemos confirmar que es probable que el BCE realice dos recortes de tipos de aquí a finales de año. Así pues, el nivel actual es un buen punto de entrada para aprovechar futuras bajadas de tipos.

Contrato Bund vencimiento renovado Semanal





JVR INVEST  
GET HIGHER

Los rendimientos de los bonos HY han subido desde sus máximos de 2023 hasta el 6,4%, a pesar de caer ligeramente en abril. Normalmente, la duración de los bonos de alto rendimiento cae a medida que se estrechan los rendimientos (a diferencia de los bonos con grado de inversión, donde aumenta) debido a los reembolsos anticipados de los emisores. Sin embargo, la duración de los bonos de grado especulativo aumentó a 2,8 desde los mínimos de febrero, aunque se mantuvo por debajo de los máximos de 3,6 en 2022, ya que los rendimientos más altos hicieron menos atractivos los reembolsos, lo que provocó una reducción de la duración, como ocurre con cualquier bono convencional.

Los niveles de equilibrio de los bonos de alto rendimiento se sitúan en 231 puntos básicos, el 70º percentil histórico, lo que ofrece un margen de 25 puntos básicos al mes frente al aumento de los rendimientos del bund antes de incurrir en pérdidas. Esto es más del triple del margen observado en los mínimos del tercer trimestre de 2021, aunque 49 puntos básicos por debajo de los máximos de octubre. El umbral de rentabilidad por exceso de rendimiento (OAS/OAD) es de 128 puntos básicos, situándose en el percentil 57, ya que el margen ha aumentado tras la reciente debilidad causada por la situación en Francia.

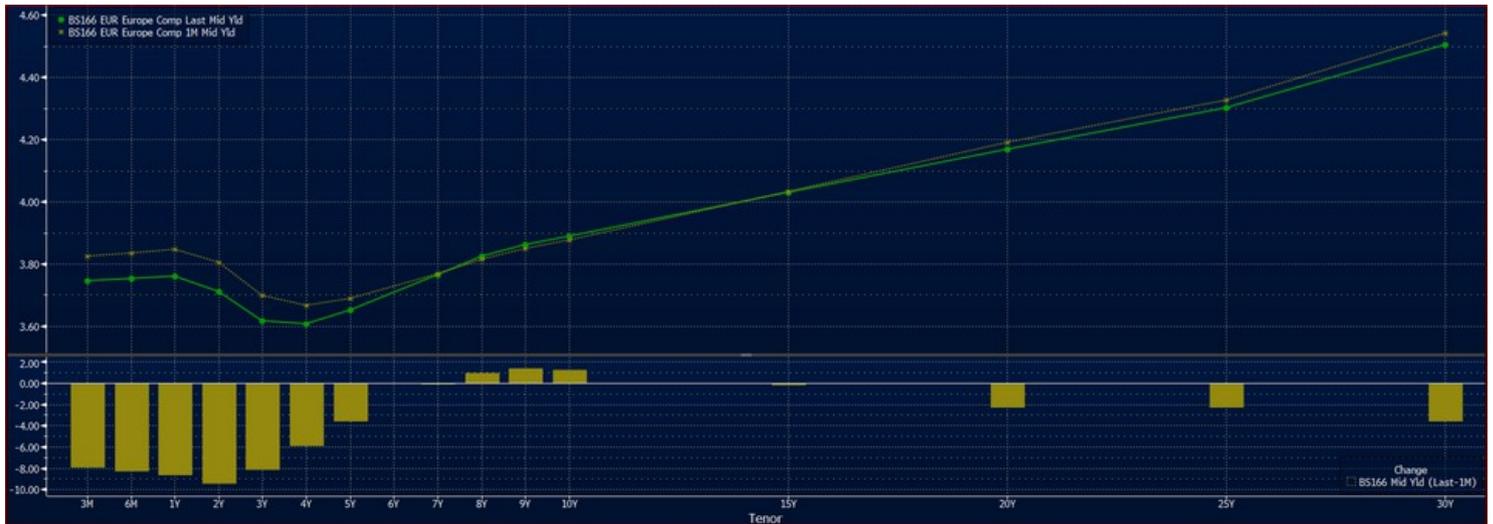


A pesar de la crisis en Francia y del débil crecimiento, los bonos HY lograron generar una sólida rentabilidad del 2,8% en el primer semestre, gracias a la estabilidad de los diferenciales de crédito especulativo, que también se tradujo en un exceso de rentabilidad del 3%. Con los diferenciales en 360 puntos básicos y los rendimientos en el 6,4%, creemos que el aplanamiento alcista de la curva del bund, debido a los recortes de tipos del BCE y al endurecimiento de los tipos a corto plazo, podría aportar ganancias del 3% en la segunda mitad del año. Esta recuperación del diferencial HY (de 20 a 30 puntos básicos) podría generar un exceso de rendimiento del 1,5%, apoyado por un carry sustancial (cupón del 4,6% a un precio de 94,3). Las calificaciones siguen siendo sólidas y muchos bonos continúan mejorando, con una tasa de impago en el índice todavía baja, del 0,85% en términos nominales. Esperamos una tasa de impago máxima del 1% en 2024, sin que se produzca una oleada de impagos. Los rendimientos de los bonos basura deberían superar a los de los bonos de alta calidad gracias a un carry mucho mayor, y el diferencial entre rendimientos no debería ser mucho mayor esta vez.



Curva de tipos EUR IG Corporate hoy - 1 mes

Fuente: Bloomberg



Hubo muy poco movimiento en el extremo largo de la curva, pero sí cierta rotación en el corto, justificada por la incertidumbre política en Europa.



JVR INVEST  
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

El diferencial OAT-Bund se disparó tras los resultados de la primera vuelta. Las estrategias de desistimiento de los distintos partidos políticos han eliminado parcialmente esta tensión sobre el diferencial. El impacto en los mercados debería reducirse en todos los casos. Aunque c u a l q u i e r posible resultado será una mala noticia.



Fuente: Bloomberg

### III- a-Mercados europeos



Fuente: Bloomberg

Vstoxx:  
semanalmente



Fuente: Bloomberg

Mientras que el Vstoxx retrocede tras el máximo alcanzado tras la 1ª vuelta de las elecciones legislativas en Francia, el Eurostoxx sigue alternando una semana de caídas y otra de subidas. El índice está formando un techo redondeado. Se puede observar un patrón similar entre su máximo de mediados de 2021 y su mínimo de octubre de 2022, cuando el índice perdió un 23% en ese periodo.



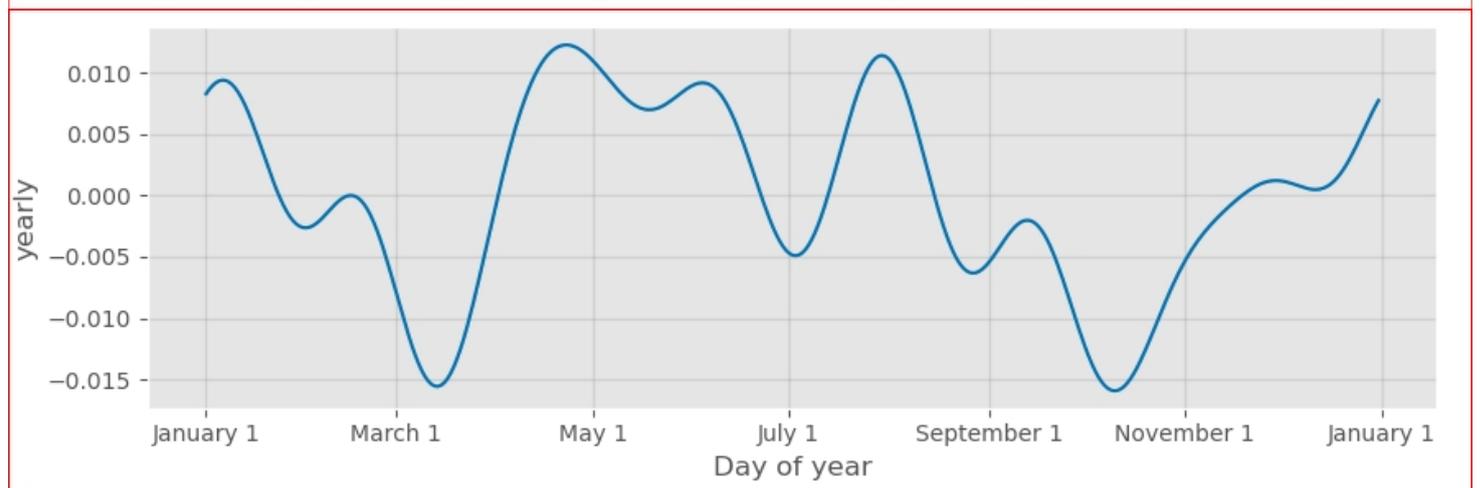
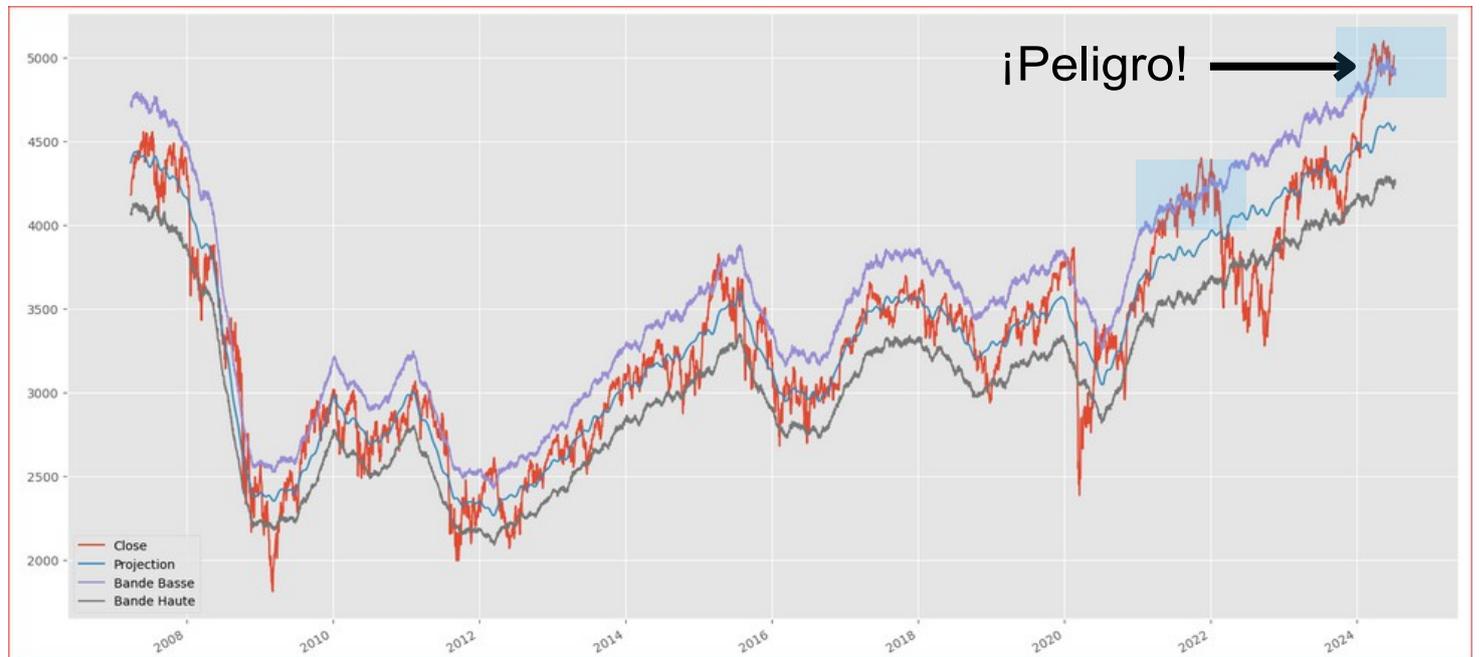
JVR INVEST  
GET HIGHER

Fuente: Bloomberg



Por el momento no hay indicios de resurgimiento del riesgo sistémico, y todo está bajo control, conforme a la baja volatilidad observada.

Índice Eurostoxx 50

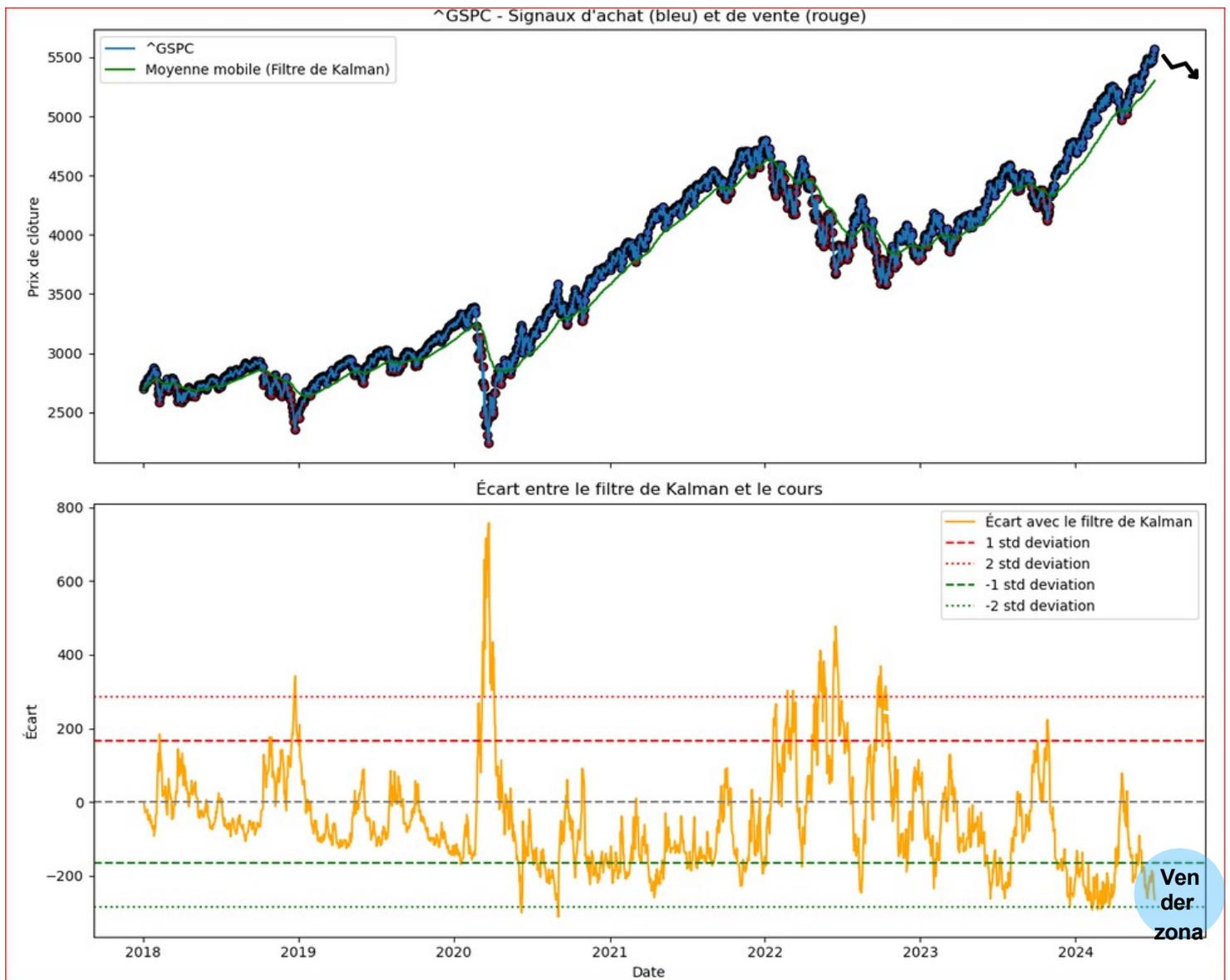


### III- b- Mercados americanos.



Fuente: Bloomberg VIX/VIX3M

El indicador Vix/Vix3m sigue moviéndose de forma controlada en la zona de peligro y venta del índice S&P500, por lo que el Vix es un comprador de volatilidad.





Fuente: Bloomberg

Claramente, la subida del S&P500 en mayo y junio estuvo impulsada por unos pocos valores, ya que el porcentaje de miembros del índice por encima de la media de 200 días descendió bruscamente en el mismo periodo.



Fuente: Bloomberg

Históricamente, el S&P 500 siempre ha bajado cuando la Fed reduce su balance. Este no es ni mucho menos el caso, y también podemos ver que seguirá subiendo durante un breve periodo de tiempo.

la futura decisión de la Fed sobre los tipos de interés.

Fuente: Bloomberg



En esta fase final para el índice, es difícil para los vendedores mantener el ritmo, ya que el riesgo de un estallido al alza es demasiado grande. Esta configuración recuerda a la fase TMT (valores tecnológicos, medios de comunicación y telecomunicaciones) entre marzo y septiembre de 2000.

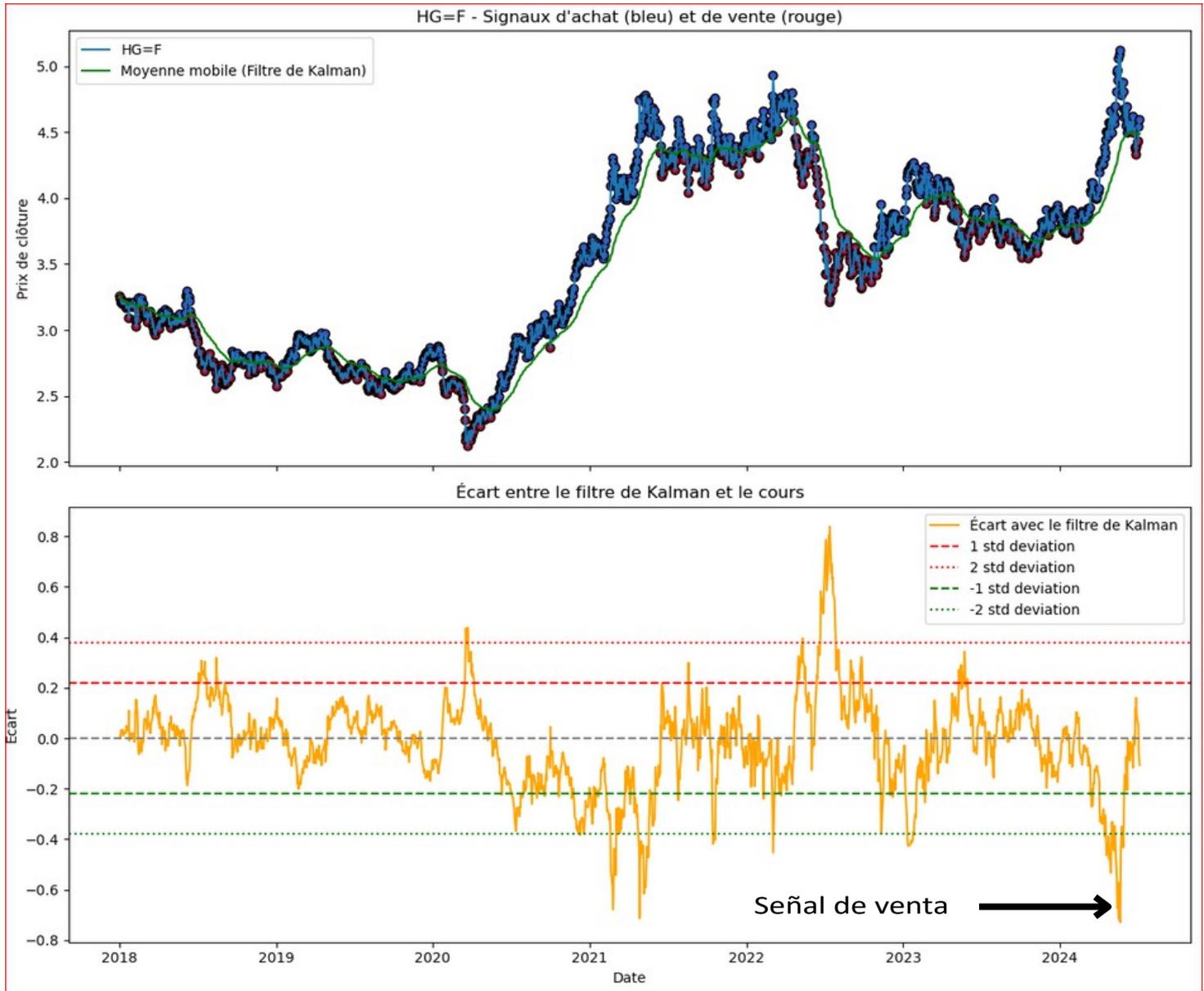
## IV. Metales comunes y metales preciosos

- Cobre.

El cobre subió por cuarta sesión consecutiva la semana pasada, marcando su racha ganadora más larga desde mediados de mayo, gracias al optimismo generalizado sobre un recorte de los tipos de interés en Estados Unidos. El martes pasado, el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, indicó que la inflación seguía una trayectoria descendente, lo que impulsó la confianza del mercado en la relajación monetaria. Además, los datos de empleo del miércoles mostraron una ralentización del mercado laboral estadounidense. Este optimismo sobre una bajada de tipos ha apoyado hoy al cobre. La relajación monetaria debilitaría al dólar, lo que impulsaría al cobre. El cobre, que se ha visto arrastrado en distintas direcciones este año, ha empezado recientemente a recuperarse de una tendencia bajista, alcanzando un máximo histórico en mayo. Los gestores de fondos de Londres y Nueva York han invertido mucho en cobre en previsión de una futura escasez. Desde principios de junio, la caída de las existencias en China también ha contribuido a sostener los futuros del cobre.



El último informe de la CFTC muestra que los compradores están muy presentes desde la reducción de las existencias de cobre en China.



- De oro.

Los datos publicados el miércoles mostraron que el sector servicios estadounidense sufrió su mayor contracción en cuatro años, y que el mercado laboral da nuevas muestras de debilidad. Si la inflación sigue cayendo, esta ralentización podría permitir a la Fed recortar los tipos de interés, lo que sería positivo para el oro que no devenga intereses.

La subida del oro esta semana prolonga una racha de tres trimestres consecutivos de ganancias, con un máximo de precios en mayo. Esta subida se debe a las fuertes compras de los bancos centrales y a las tensiones geopolíticas. En Asia, las compras también aumentaron por la caída de las divisas locales, ya que los inversores trataron de proteger el valor de sus activos.

En Singapur, el oro al contado subió un 0,3% hasta alcanzar los 2.363,67 dólares la onza a las 13.30 horas. Mientras tanto, el índice Bloomberg del dólar al contado y los rendimientos del Tesoro estadounidense a 10 años bajaron esta semana. La plata subió casi un 5% esta semana, y el platino y el paladio también registraron ganancias.

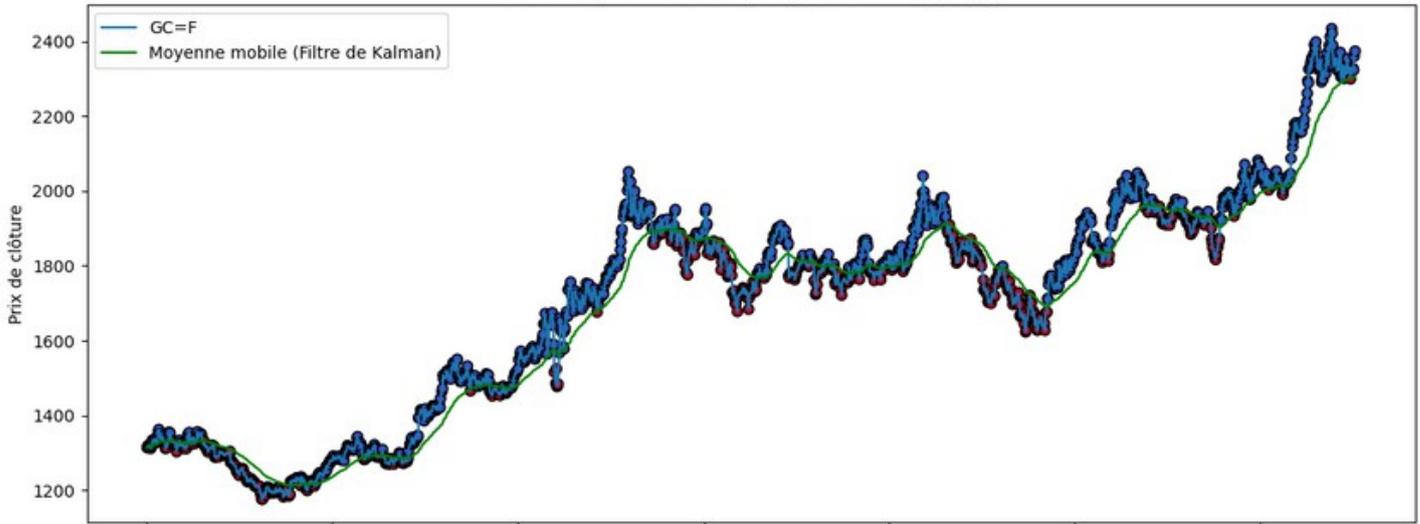
También hay que señalar que el comportamiento del oro este año se debe en gran medida a la fuerte demanda en China. Ante la persistente crisis del sector inmobiliario, la volatilidad de los mercados bursátiles y la caída del yuan, los hogares y los inversores chinos han desplazado sus fondos hacia activos considerados más seguros, impulsando al oro hasta niveles récord.



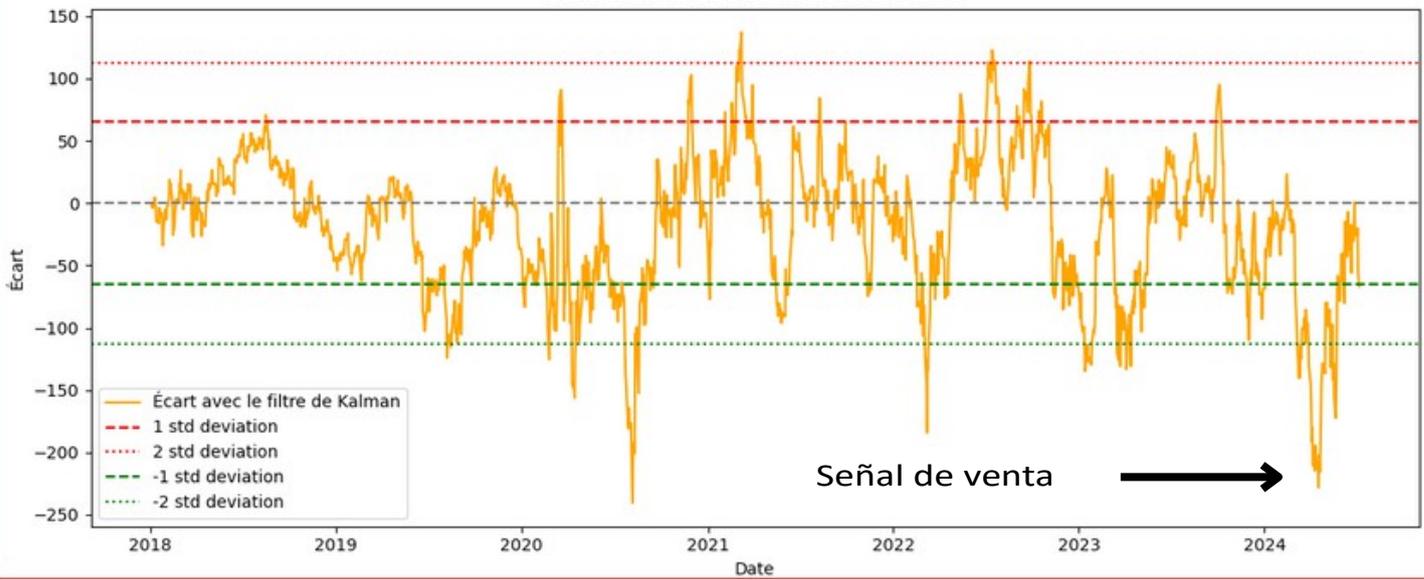


JVR INVEST  
GET HIGHER

GC=F - Signaux d'achat (bleu) et de vente (rouge)



Écart entre le filtre de Kalman et le cours



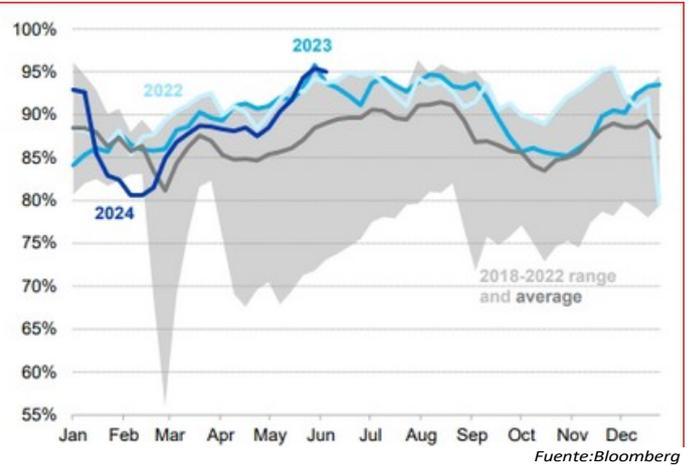
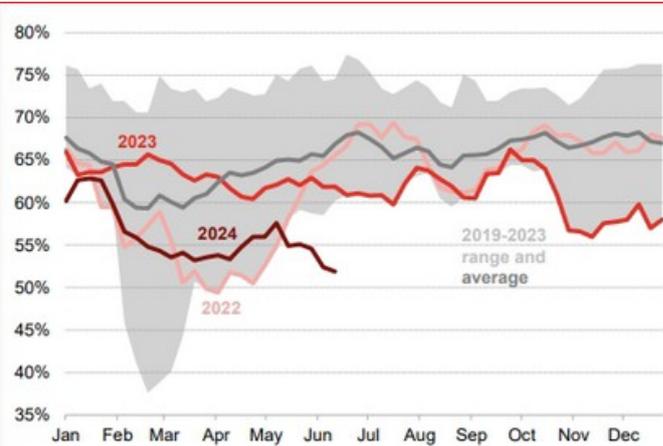


## V- Energía

El petróleo cotizó cerca de su nivel más alto en dos meses, ya que el huracán Beryl apunta a una temporada de tormentas potencialmente más intensa, mientras que la reducción de los inventarios de crudo en EE.UU. sugiere una mejora de la demanda. El crudo Brent se situó en torno a los 87 dólares por barril y el West Texas Intermediate justo por debajo de los 84 dólares, encaminándose ambos a una cuarta semana consecutiva de ganancias.

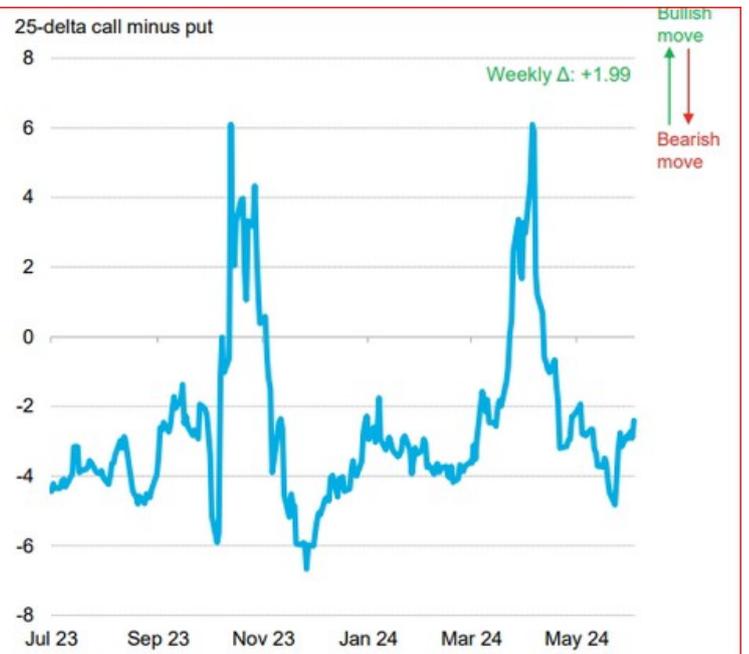
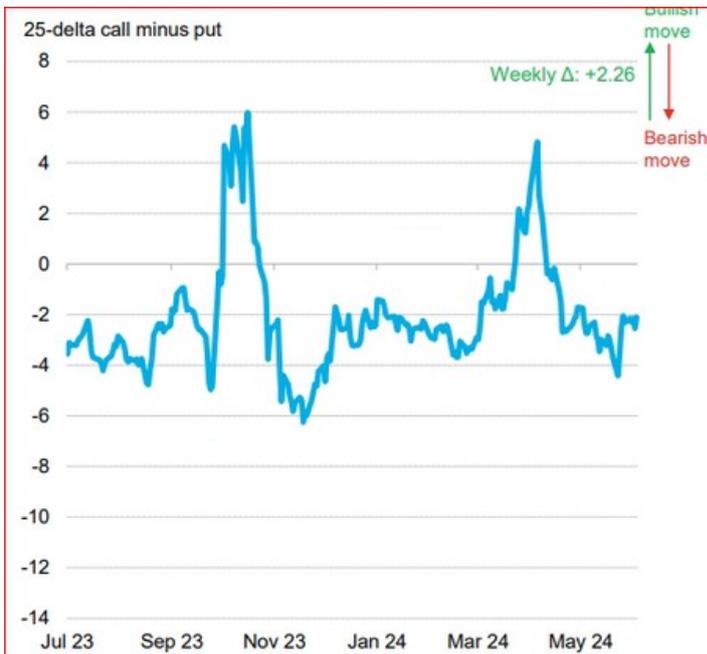
Aunque el riesgo de que el huracán Beryl afecte a la producción del Golfo de México ha disminuido, su temprana aparición puso de manifiesto la preocupación por una temporada de tormentas especialmente activa. Por otra parte, la mayor caída de los inventarios de petróleo de EE.UU. en casi un año señaló un endurecimiento de la oferta. Desde principios de junio, los precios del petróleo han subido gradualmente, apoyados por las perspectivas positivas de la demanda para el verano en el hemisferio norte, con diferenciales meteorológicos de retroceso que indican un fuerte consumo a corto plazo. Sin embargo, los indicios de una menor demanda en Asia han frenado este optimismo, lo que ha llevado a Saudi Aramco a recortar por segundo mes consecutivo sus precios del petróleo para la región.

Persisten los riesgos geopolíticos, con las elecciones en Francia y la preocupación por la actuación del presidente estadounidense Joe Biden en su debate con Donald Trump. En Oriente Medio, la situación sigue siendo volátil, con avances en las conversaciones de tregua entre Hamás e Israel, pero una escalada del conflicto con Hezbolá, respaldado por Irán.



Fuente: Bloomberg

China sigue al ralentí, con una capacidad de refinado que se hunde hasta un mínimo histórico en torno al 52%. Estados Unidos parece haber alcanzado un máximo del 96% y debería empezar a reducir su capacidad de cara al verano.



Brent      WTI

La asimetría sigue siendo muy negativa para los dos principales índices petroleros. Los operadores esperan que la reducción de la oferta no impida la llegada de un excedente de producción si las economías de los principales países consumidores entran en recesión....



## **Gas natural y GNL**

Los precios del gas natural han subido en Europa, mientras que los flujos procedentes de Noruega, principal proveedor, muestran signos de disminución en un momento en que algunas partes del continente prevén temperaturas más cálidas.

Los futuros de referencia subieron hasta un 2,4% tras retroceder a niveles registrados por última vez en mayo a primera hora de la mañana. Los operadores están especialmente atentos a los cortes de suministro imprevistos y a los informes que apuntan a una reducción de los flujos hacia la región, ya que buscan reponer existencias de cara al próximo invierno.

A pesar de unas existencias superiores a las habituales al comienzo de la temporada estival europea, los flujos procedentes de Noruega han disminuido debido a trabajos de mantenimiento no programados en el yacimiento de gas de Oseberg, relacionados con un "fallo del compresor", según el operador de la red, Gassco AS. También se está ajustando el calendario de los trabajos en el yacimiento de Visund y en la planta de transformación de Karsto.

Esta reducción del suministro se produce en un momento en que algunas partes de Europa están experimentando temperaturas más altas, lo que generalmente aumenta la demanda de combustible para refrigeración. El noroeste del continente ha registrado hasta ahora varios periodos de tiempo más fresco de lo habitual, mientras que el sureste ha tenido que lidiar con olas de calor que se espera que se intensifiquen la próxima semana.

Desde el punto de vista geopolítico, algunos de los riesgos que afectan al mercado europeo del gas parecen haber disminuido recientemente. El Presidente ucraniano, Volodymyr Zelenskiy, declaró en una entrevista esta semana que Ucrania está explorando opciones para mantener el flujo de gas natural a la Unión Europea después de que expire el acuerdo de tránsito con Rusia a finales de año.

Mientras tanto, en Rusia, el viceprimer ministro Alexander Novak ha declarado que Rusia está dispuesta a seguir suministrando gas natural a Europa a través de Ucrania después de que expire el actual contrato de transporte de gas a finales de 2024. Subrayó que la capacidad de continuar este tránsito depende principalmente de la voluntad de Ucrania, a pesar de las restricciones unilaterales que ha impuesto. Gazprom transporta actualmente unos 42 millones de metros cúbicos de gas ruso al día a través de Ucrania, lo que equivale a unos 15.000 millones de metros cúbicos al año.

Además, Europa sigue expuesta a otras posibles interrupciones del suministro, tanto dentro como fuera de sus fronteras. El aumento de la competencia con países asiáticos y de otros continentes por el gas natural licuado podría elevar los precios. En Estados Unidos, la atención se centra ahora en la temporada de huracanes y su posible impacto en el suministro mundial.



Fuente: Bloomberg

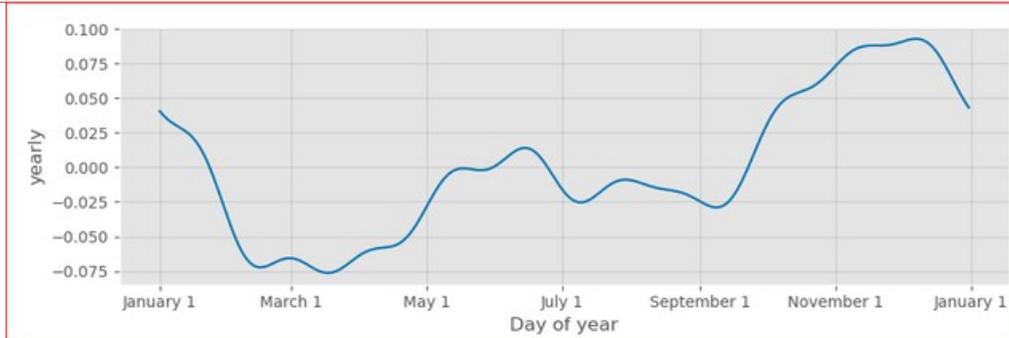
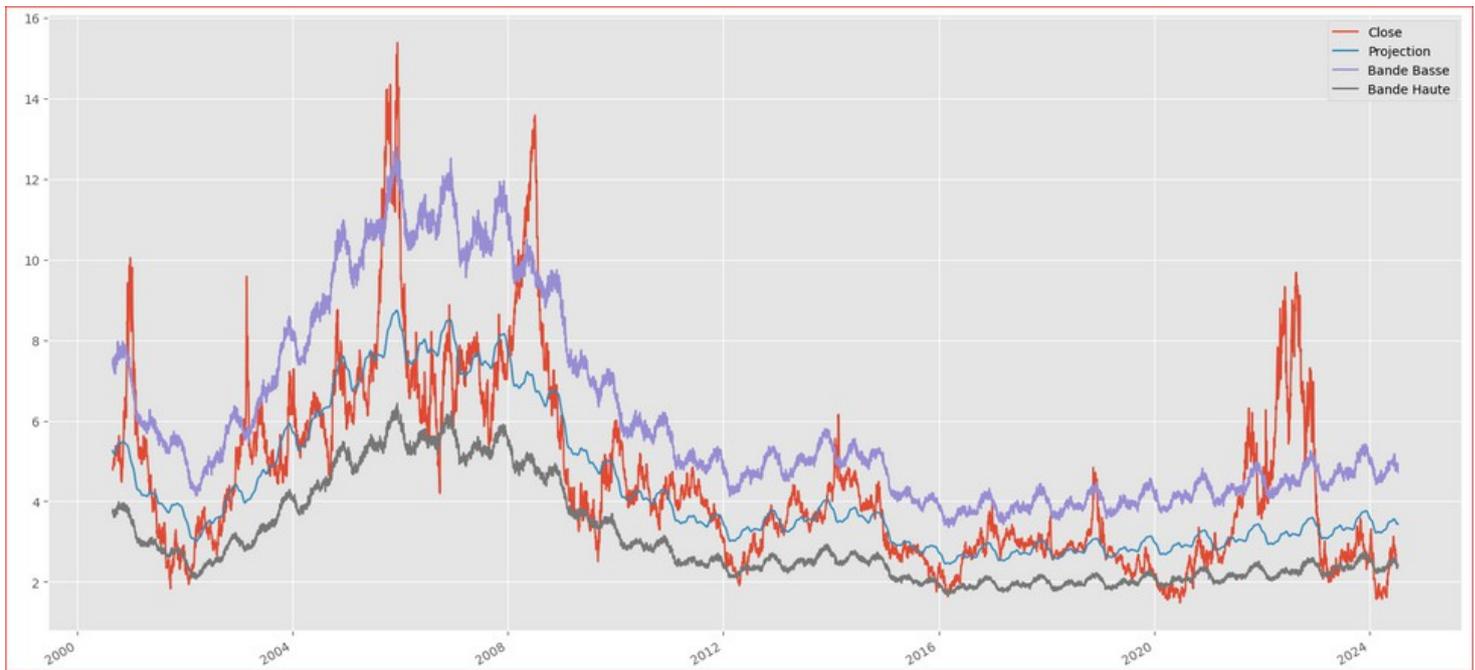
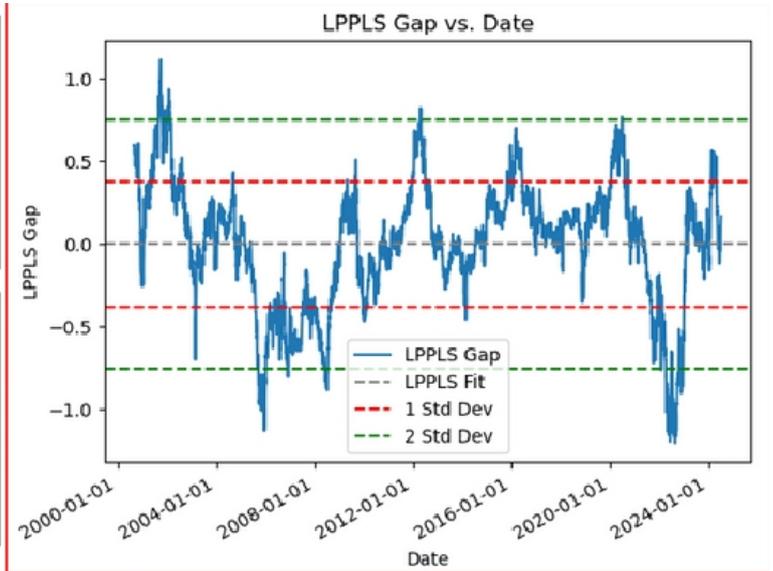
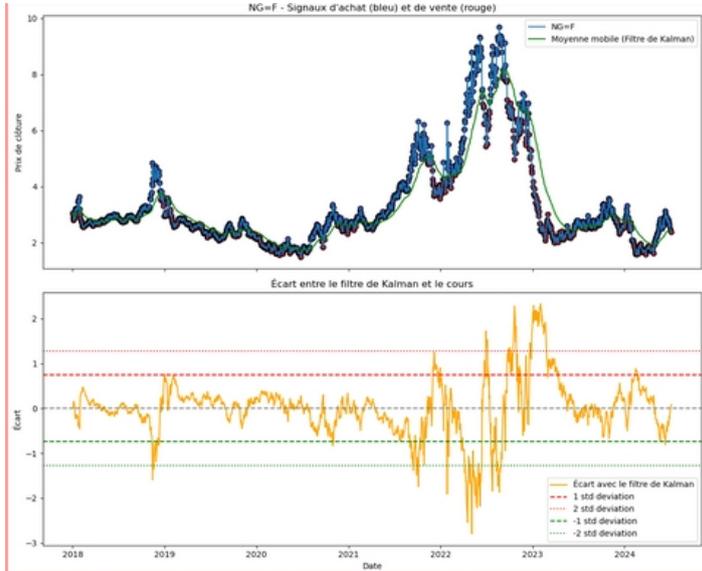


Fuente: Bloomberg

En todo el mundo, el número de toneladas métricas de GNL en petroleros que no han descargado descendió bruscamente a principios de julio. El 80% de estos flujos se concentra en el Mar de China.



JVR INVEST  
GET HIGHER



## VI- Forex

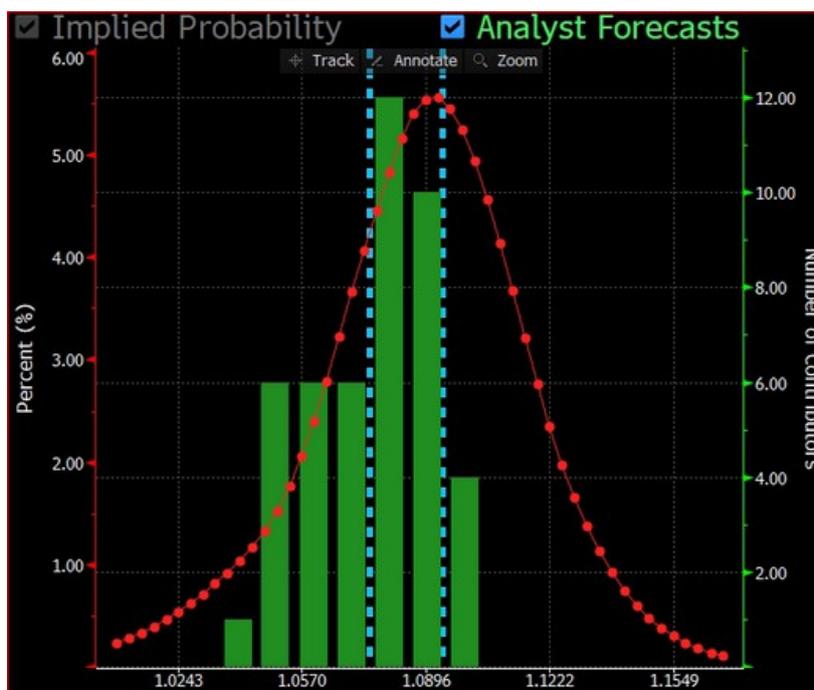
El índice del dólar estadounidense bajó ligeramente el viernes tras la publicación de datos que muestran una ralentización marginal del crecimiento del empleo en Estados Unidos en junio, acompañada de un aumento de la tasa de desempleo. Estos factores refuerzan la idea de que la Reserva Federal podría plantearse recortar los tipos de interés en septiembre.

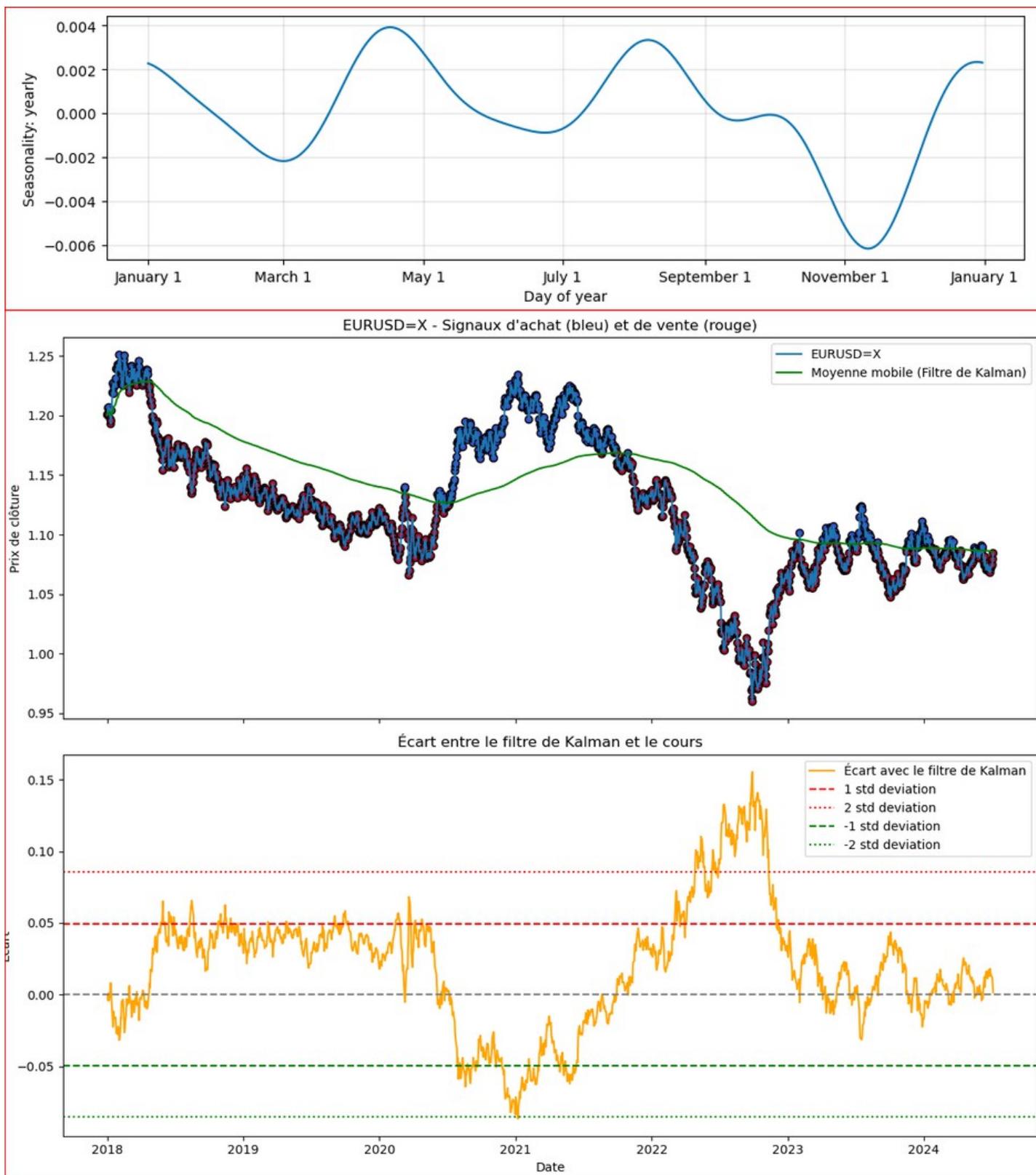
El euro subió un 0,23%, hasta 1,0835 dólares, camino de registrar su mayor avance semanal del año frente al dólar. El euro se vio favorecido por la perspectiva de un parlamento francés indeciso en las elecciones del domingo, en lugar de una mayoría para el Rassemblement National.



Fuente: Bloomberg

El movimiento del eurUSD sigue siendo contenido, pero si nos fijamos en su patrón estacional, es muy posible que en septiembre se produzca un movimiento potente. Por el momento, debemos mantenernos neutrales.





Nuestra asignación de activos para 2024:

<i><b>Clase de actifs</b></i>	<i><b>Négatif</b></i>	<i><b>Neutral</b></i>	<i><b>Positif</b></i>
<b>Actions États-Unis</b>			
<b>Actions Europe</b>			
<b>Actions Emergents</b>			
<b>Bonds</b>			
<b>Or</b>			
<b>Pétrole</b>			
<b>Cryptomonnaies</b>			
<b>Immobilier</b>			

**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.**