



JVR INVEST
GET HIGHER

Septiembre de 2024

Boletín



Mensaje del Director General

Estimados lectores,

Volvemos a septiembre con malas cifras económicas de producción industrial en Europa y revisiones a la baja de la creación de empleo en Estados Unidos.

Ahora está claro que la política de tipos de interés restrictivos ha llegado a su límite, hasta el punto de obstaculizar el crecimiento, y que las autoridades financieras deben aplicar nuevas reducciones de los tipos directores. Además de estas turbulencias económicas, asistimos a crisis institucionales: en Francia, donde no hay un Primer Ministro en funciones a la espera de las reflexiones jupiterinas de un Presidente en su hora más oscura; en España por la ausencia de presupuesto desde hace dos años por parte de un Gobierno sostenido con alfileres; en Alemania la preocupante creciente popularidad de los nacionalistas de la AFD a un año de las elecciones federales. El clima político no favorece la inversión ni el crecimiento.

En Estados Unidos, como anticipamos en nuestro último boletín, el cambio de candidato demócrata está decidido. Kamala Harris no es la mejor candidata posible para enfrentarse a un Donald Trump que hará lo mínimo de aquí a noviembre para mantener su ventaja en las encuestas. La diferencia entre un votante americano y uno europeo a la hora de expresar su elección es que el americano vota con la cartera, fijándose en el historial económico del gobierno saliente, mientras que el votante europeo se expresa según las afinidades sentimentales de pertenencia a un determinado grupo político. El historial del equipo Biden-Harris es, en este caso, más que dudoso.

Seguimos siendo negativos en el sector inmobiliario, las criptodivisas y el petróleo. Esperamos tener noticias suyas pronto.

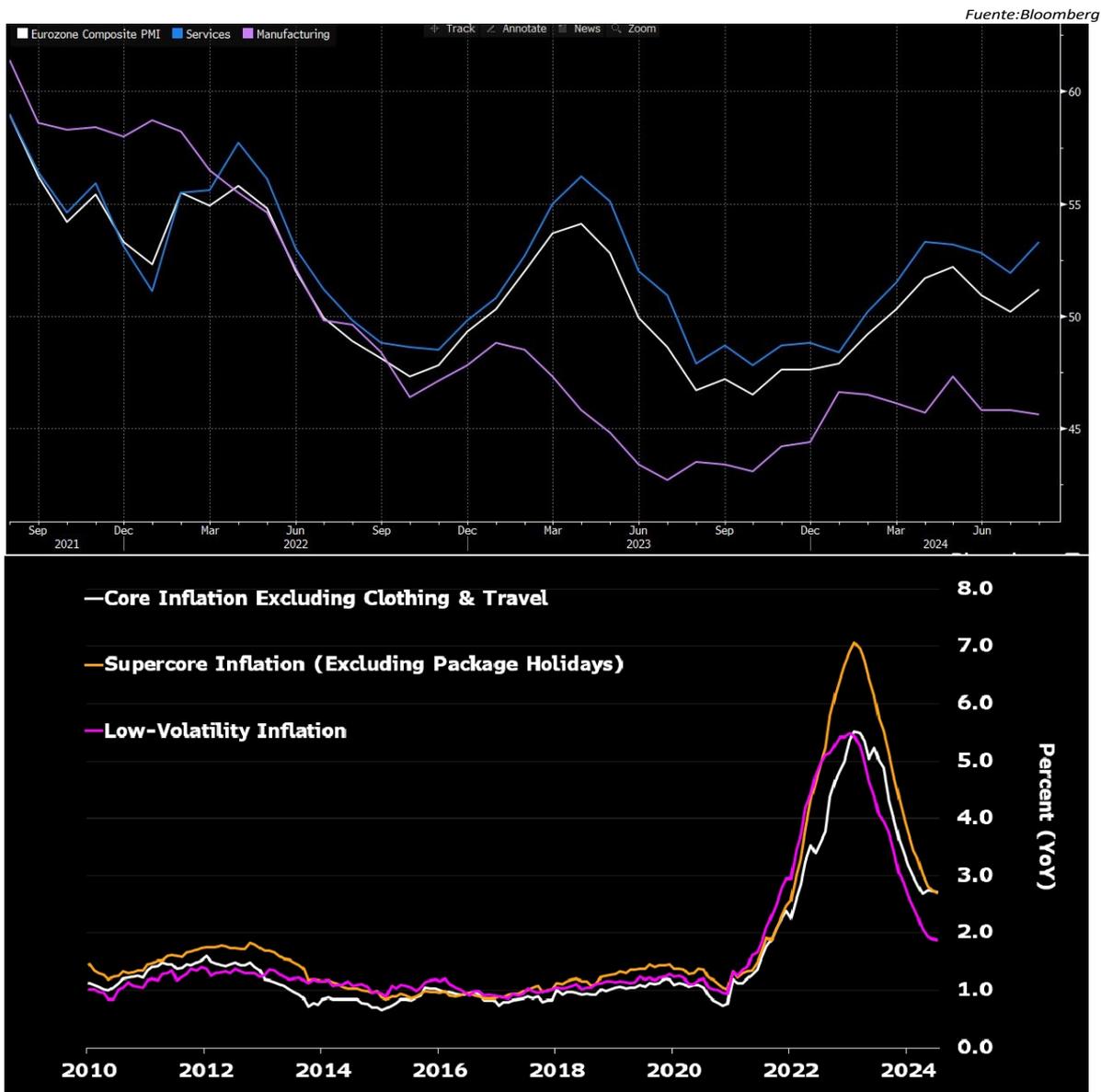
Joaquín Vispe



I - Actualización macroeconómica

El índice PMI compuesto de la zona euro subió ligeramente en agosto, pero el crecimiento subyacente sigue siendo débil, con el empleo estancado y la actividad impulsada temporalmente por los Juegos Olímpicos en Francia. A pesar de que la inflación se acerca al objetivo del 2%, estos datos podrían reforzar los argumentos a favor de una bajada de tipos del BCE en septiembre. El sector servicios ha crecido, pero la industria sigue débil, sobre todo en Alemania. Aunque Francia ha experimentado una mejora gracias a los Juegos Olímpicos, la situación general sigue siendo frágil, lo que podría justificar futuros recortes de tipos.

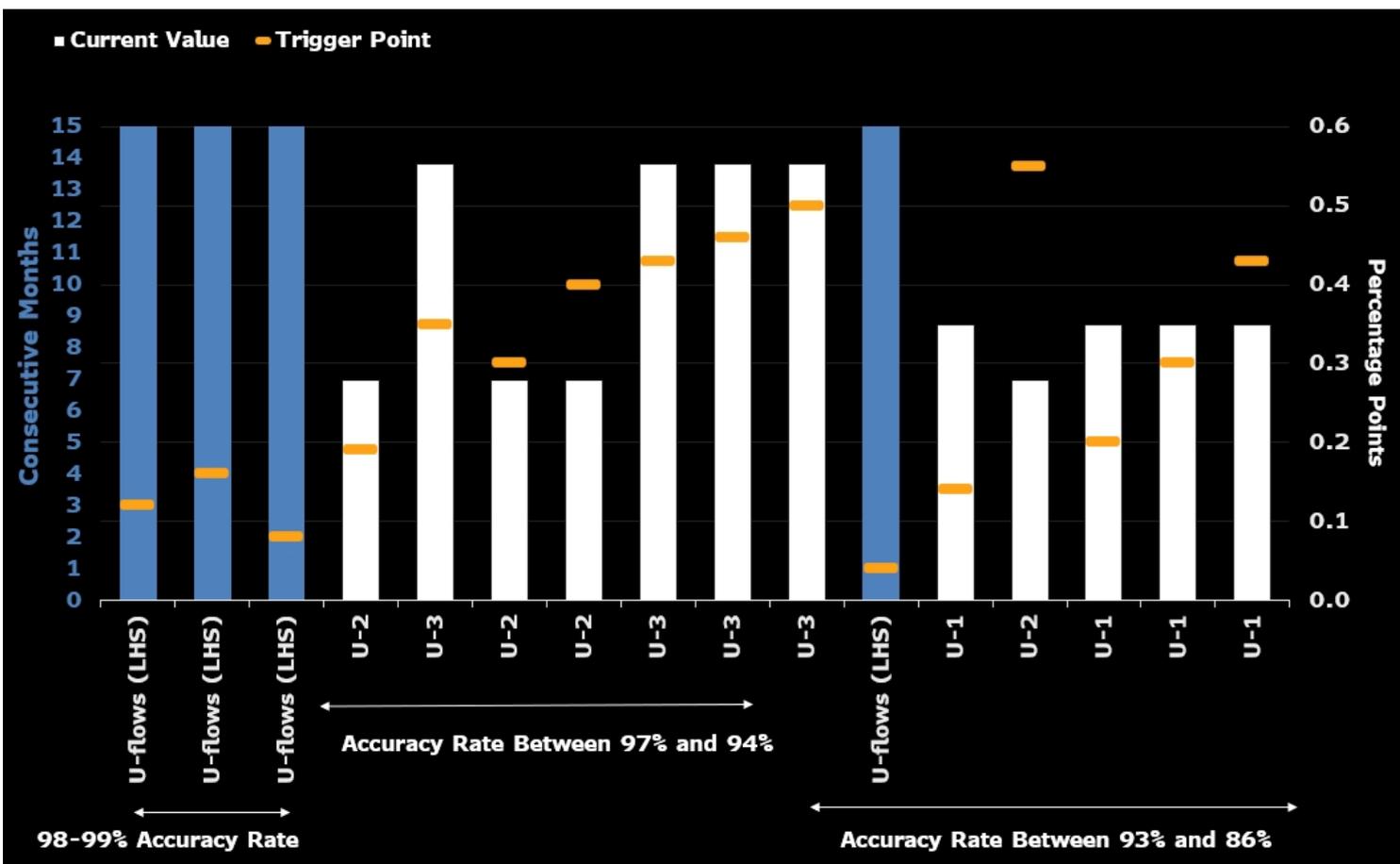
El indicador del BCE sobre los salarios negociados muestra un aumento del 4,7% en el primer trimestre de 2024. Sin embargo, los datos preliminares del segundo trimestre apuntan a una ralentización, sobre todo en Alemania, donde el crecimiento salarial ha caído bruscamente en ausencia de pagos extraordinarios. Este descenso podría incitar al BCE a recortar los tipos en septiembre, aunque la inflación de los servicios y el crecimiento salarial en Alemania llaman a la prudencia.





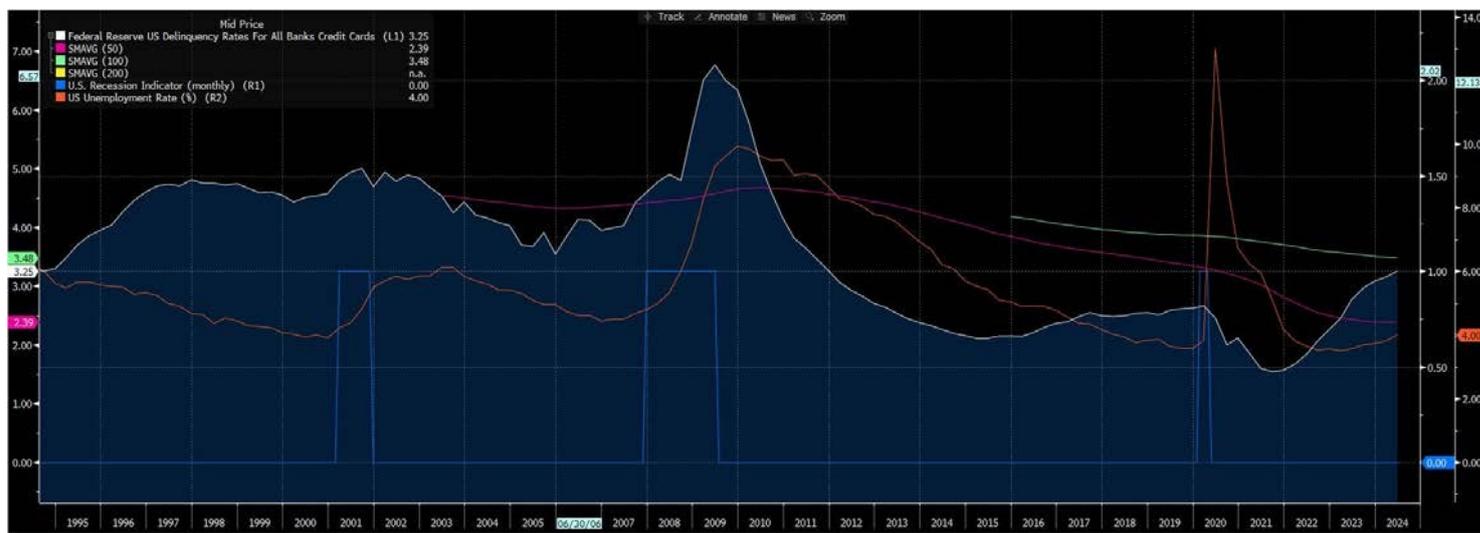
El aumento de la tasa de desempleo estadounidense en julio disparó la regla de Sahm, un indicador que suele ser fiable para identificar las recesiones, provocando turbulencias en los mercados. Sin embargo, otros indicadores llevan ya algún tiempo señalando la debilidad económica, y algunos se dispararon ya el año pasado. Aunque es difícil predecir una recesión en tiempo real, varios indicadores fiables apuntan a un debilitamiento del mercado laboral en el último año. Ante esta situación, la Reserva Federal podría plantearse recortar los tipos de interés como medida de precaución, ya que es probable que la tasa de desempleo siga aumentando, lo que podría hacer necesario un recorte significativo de los tipos en el futuro. De las 16 reglas de recesión examinadas, 12 ya llevan tiempo activadas.

Fuente: Bloomberg

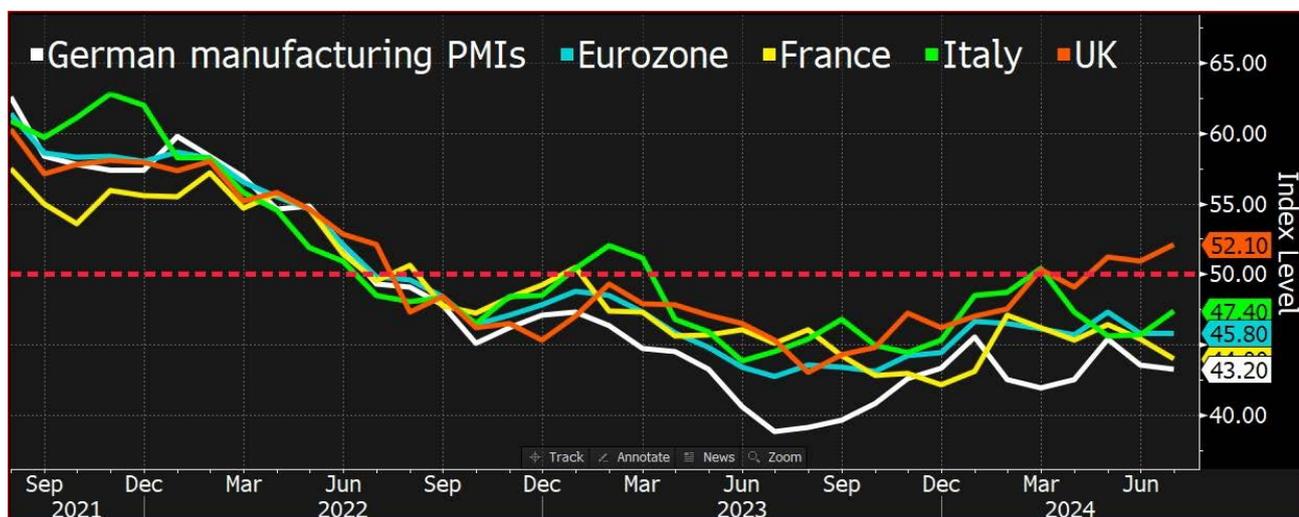


El flujo neto de desempleo, que mide la diferencia entre las entradas y salidas de parados, es un indicador precoz de recesión. En julio señaló recesión por decimoquinto mes consecutivo. Otros indicadores, como la regla de Sahm aplicada a la tasa de desempleo U-2, confirman esta tendencia. Una vez que el desempleo empieza a aumentar, generalmente sigue subiendo, lo que sugiere que seguirá haciéndolo hasta 2025.

El mercado laboral se ralentiza, como demuestra el aumento de los impagos de tarjetas de crédito, señal de que los hogares están recortando el gasto. Esta caída del consumo está empujando a las empresas a recortar costes, aumentando los despidos y agravando la desaceleración. Aunque el impacto de una recesión no está claro de inmediato, los indicadores muestran una rápida pérdida de impulso económico, lo que podría señalar una recesión inminente.



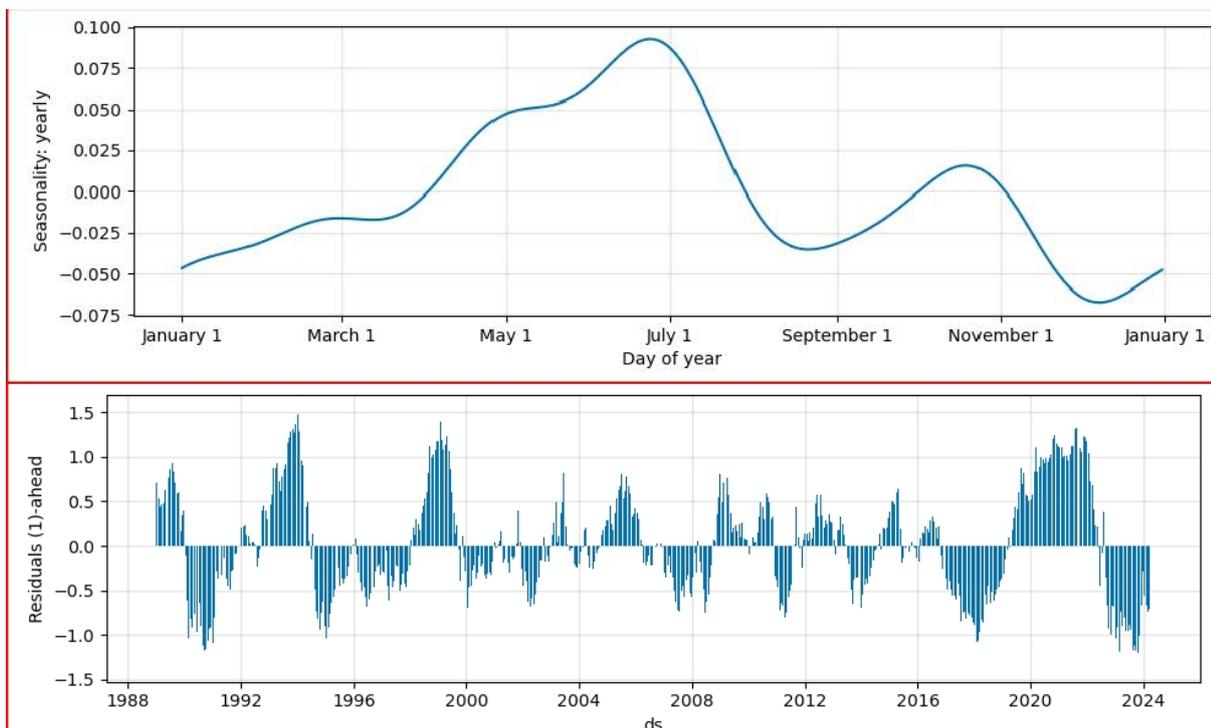
Los PMI manufactureros publicados la semana pasada muestran una contracción persistente del sector manufacturero en toda Europa, con signos de ligera mejora en algunos países, pero un mayor deterioro en otros. Los índices se mantienen por debajo del umbral de 50, lo que indica una contracción generalizada.



II - Créditos



Las últimas cifras de inflación de la zona euro y los PMI europeos no dejan lugar a dudas. La actuación del BCE no debería tardar. Septiembre será probablemente el mes de las bajadas de tipos, tanto en Europa como en Estados Unidos. El tipo alemán a 10 años ya prevé una bajada significativa del 2,60% al 2,10% sin pausa. Hoy ronda el 2,24%. A este ritmo, el umbral del 2% podría superarse con bastante rapidez entre noviembre y diciembre de 2024.

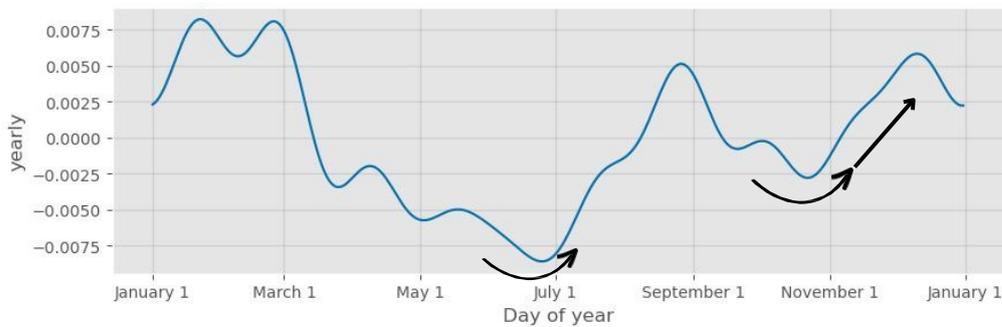




Bund semanal prompt futuro

Tras alcanzar un nuevo máximo en torno a 136, el contrato del bund inició una fase de corrección. El mínimo teórico se sitúa en 132,8. Si nos referimos a una estacionalidad vemos que el próximo impulso alcista debería producirse desde mediados de octubre hasta finales de diciembre. Todos los planetas parecen alineados para que el Bund supere los 140 a finales de año.

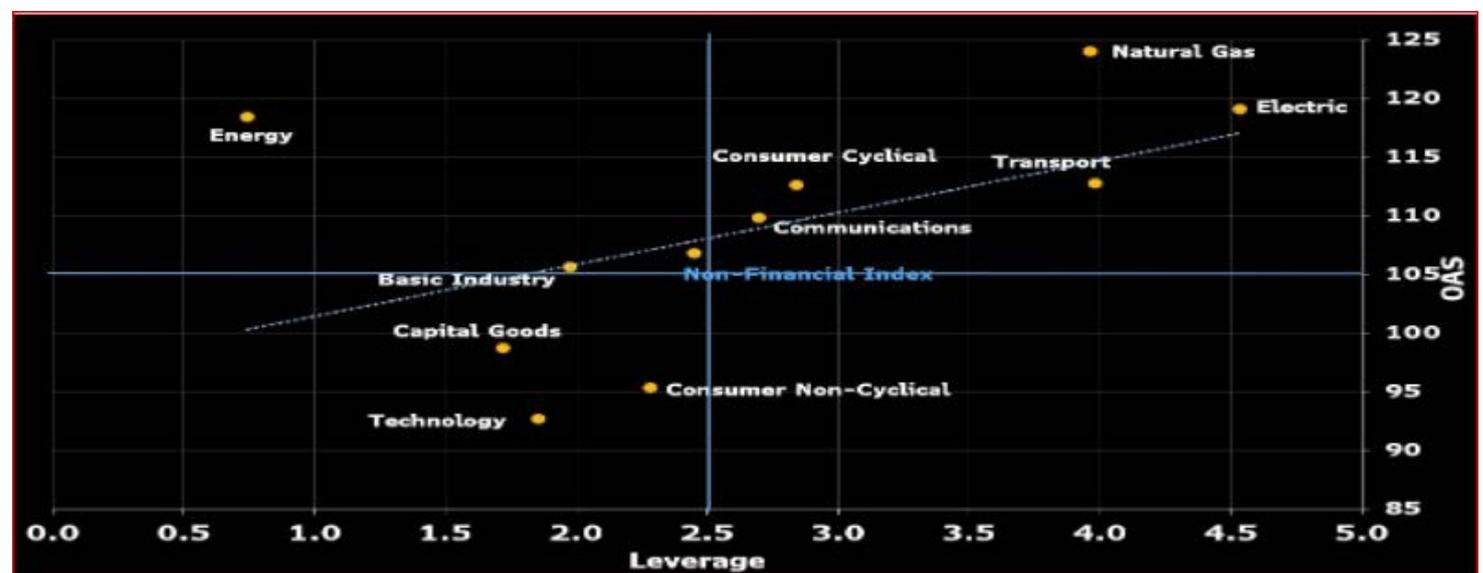
Contrato Bund vencimiento renovado Semanal





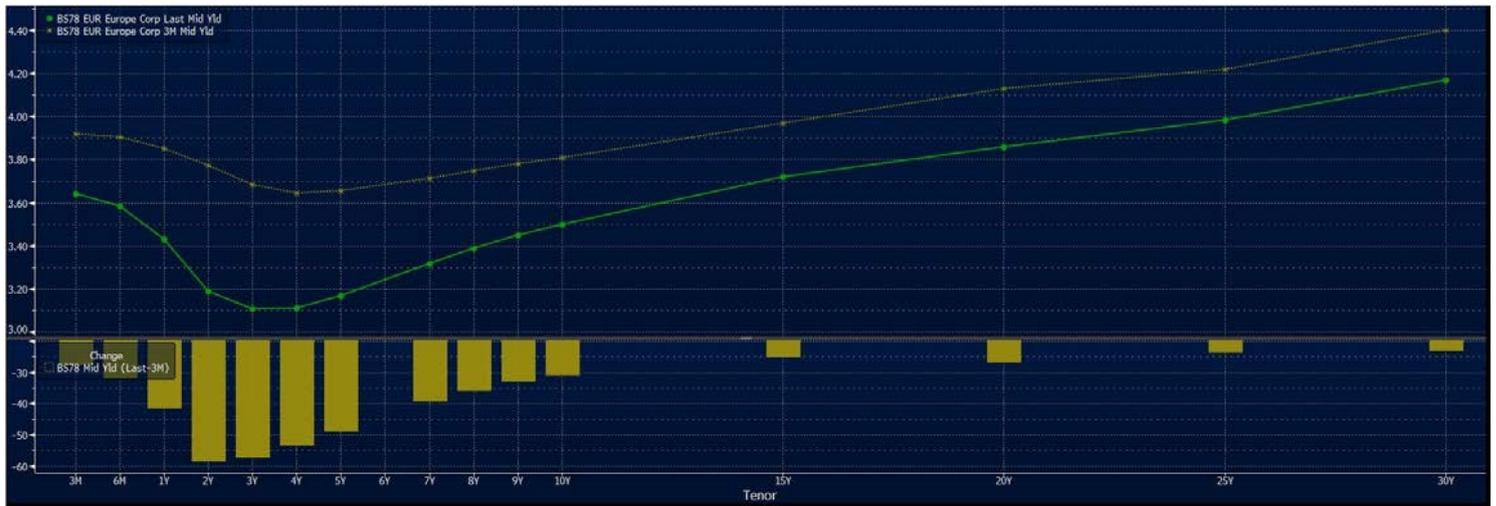
El apalancamiento sobre los bonos europeos de alta calidad aumentó ligeramente a 2,5x en el segundo trimestre, tras alcanzar su mejor nivel en tres años en el primer trimestre, a pesar de una mejora de la rentabilidad. Por otra parte, el ratio de cobertura mejoró hasta 9,9x tras tocar fondo, ya que las primas de refinanciación cayeron hasta el 1,1% en previsión de tipos de interés más bajos. La deuda del balance se ha mantenido estable en el 114% durante los tres últimos trimestres, a pesar de un aumento neto de la oferta. Los ratios de liquidez y tesorería se han deteriorado debido al aumento de la emisión neta. Esperamos que los indicadores fundamentales se mantengan estables o mejoren ligeramente en el tercer trimestre, en particular el coeficiente de cobertura, ya que los recortes de los tipos de interés deberían apoyar los márgenes y reducir los costes. El sector del gas natural presenta los diferenciales más elevados en los indicadores de crédito debido a un gran número de bonos subordinados, mientras que el sector tecnológico conserva los diferenciales más estrechos.

Considerando todos los sectores, podemos evaluar la relación riesgo/recompensa comparando el apalancamiento y el OAS. En el recuadro de sectores con amplios diferenciales y bajo apalancamiento, la energía presenta el diferencial más amplio, con 18 puntos básicos por encima de la tendencia, seguido del gas natural, con 9 puntos básicos, debido a la gran presencia de bonos subordinados. La mayoría de los sectores se situaron cerca de la línea de tendencia, con ligeras variaciones. Las excepciones notables con diferenciales menores son el sector tecnológico, seguido del de consumo no cíclico y el de bienes de equipo, que tienen diferenciales muy por debajo de lo que implicaría su nivel de apalancamiento.



Curva de tipos EUR IG Corporate hoy - 1 mes

Fuente: Bloomberg



El temor a una profunda recesión en Estados Unidos sacudió Europa a finales de julio. Se produjeron importantes reajustes en el tramo corto y en el 3y-5y. Ahora que la tormenta parece haber pasado, será interesante ver lo que ocurre en septiembre para comprobar si se produce un reinicio.

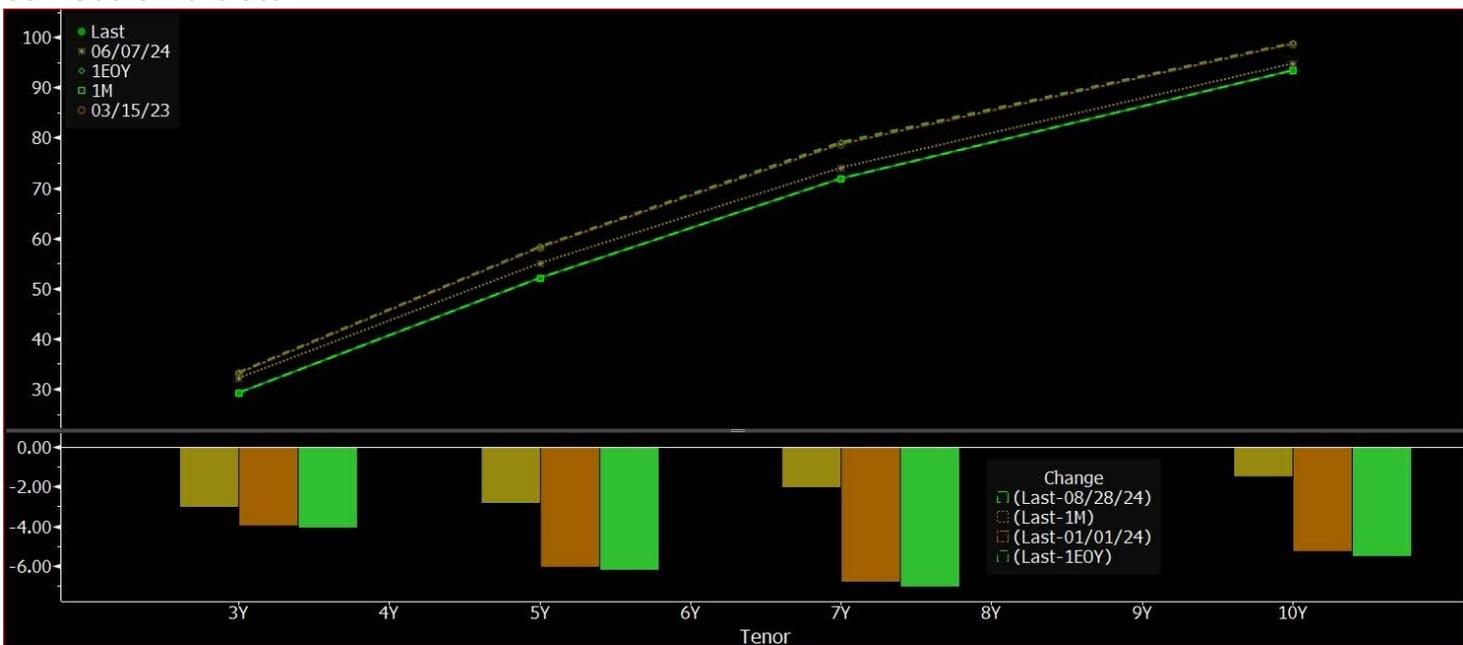


Fuente: Bloomberg

La venta de protección sobre CDS sigue siendo la estrategia preferida. La volatilidad es baja, como si ningún riesgo exógeno pudiera perturbar los mercados de crédito.

Las curvas de los diferenciales principales del iTraxx se han estrechado y empinado en los últimos siete meses, pero esta tendencia se ha invertido por la debilidad de los mercados mundiales, lo que ha provocado un aplanamiento de la curva del iTraxx desde los mínimos de julio. Desde mediados de julio, los diferenciales principales se han ampliado en 10 puntos básicos, invirtiendo la tendencia al alza.

Dado el futuro estrechamiento de los diferenciales debido a las expectativas de recortes de tipos del BCE, prevemos que la curva podría volver a un gradiente alcista en vísperas de la reunión del BCE de septiembre, especialmente si los nuevos datos muestran una reducción de la inflación en EE.UU., lo que podría incitar a la Fed a relajar su política, aumentando las posibilidades de un posterior recorte de tipos del BCE. Además de las decisiones de los bancos centrales, el balance del iTraxx también podría favorecer una corrección alcista.



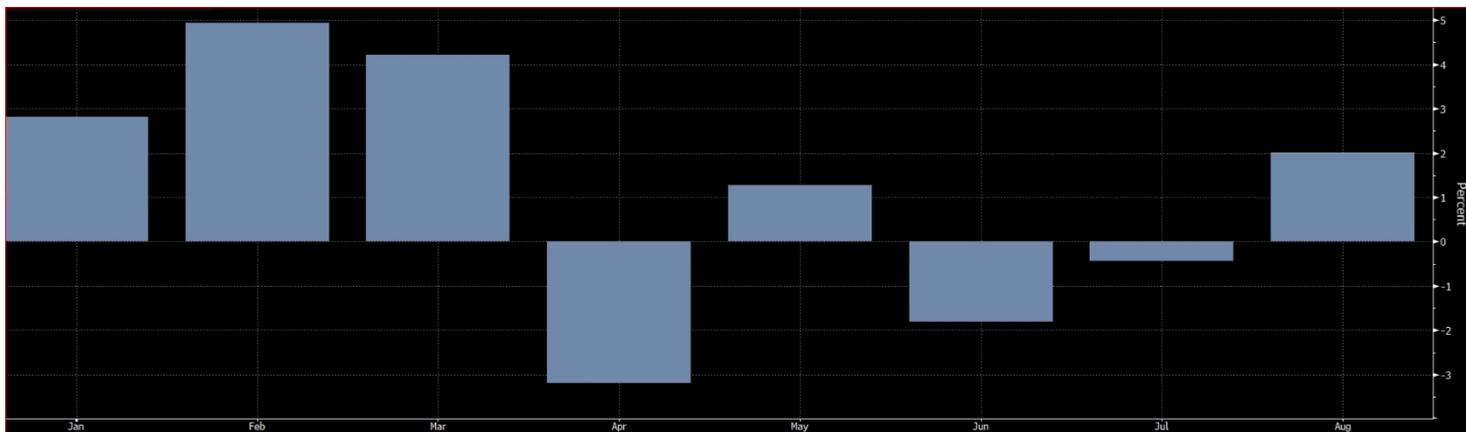
Fuente: Bloomberg

III- a-Mercados europeos



Fuente: Bloomberg

Vstoxx:
semanalmente



Fuente: Bloomberg

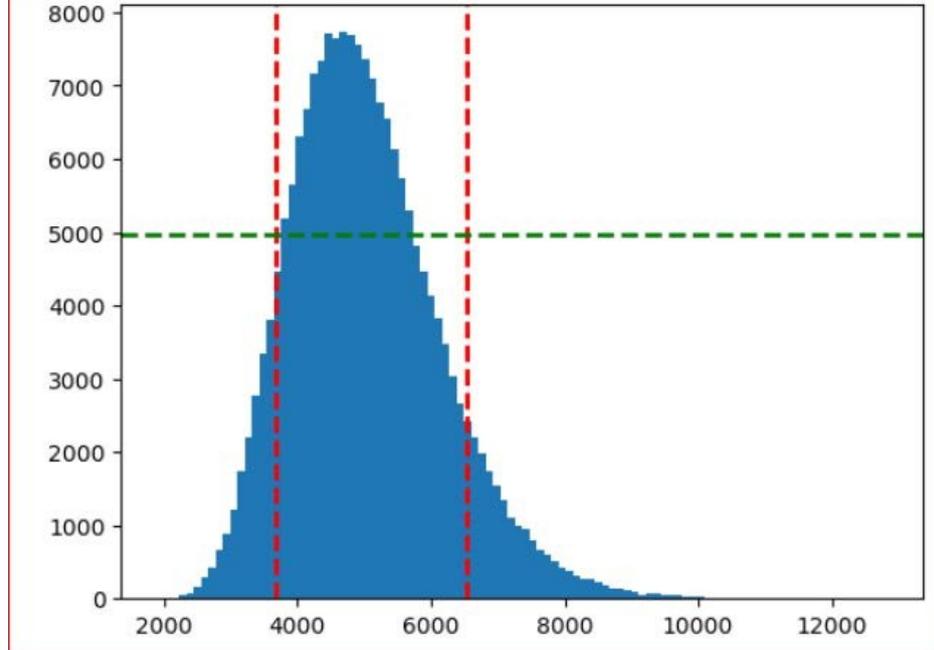
La renta variable europea alcanzó un nuevo máximo histórico el pasado viernes, tras la publicación de los datos de inflación franceses que mostraban una desaceleración, lo que reforzó las expectativas de un recorte de los tipos de interés. Los sectores inmobiliario y de recursos básicos lideraron las ganancias, mientras que los de medios de comunicación y tecnología quedaron rezagados.

Los inversores están muy atentos a los datos del IPC de la zona euro publicados hoy. Joachim Nagel, miembro del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo, ha advertido de que los tipos de interés no deben bajarse demasiado deprisa, ya que la inflación aún no ha vuelto definitivamente al 2%. Además, en Estados Unidos se esperan los datos del índice PCE, el indicador de precios preferido de la Reserva Federal.

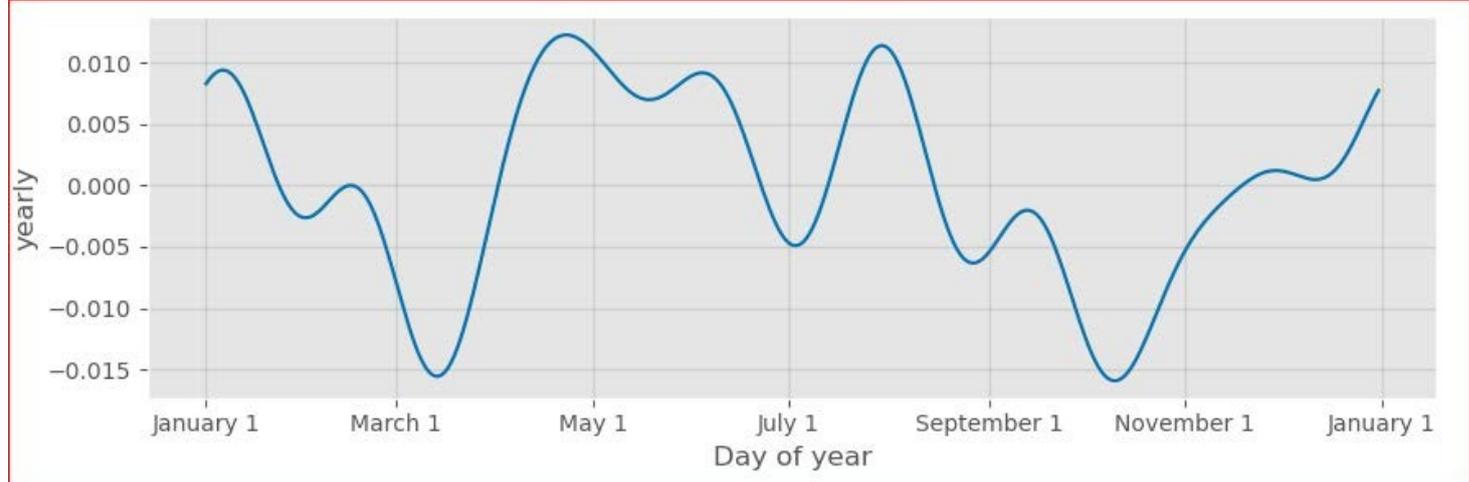


Hubo un ligero resurgimiento del riesgo sistémico a principios de agosto, pero todo está bajo control y pronto deberíamos volver a territorio negativo.

Indice Eurostoxx 50



Top 10% : 6524.98
Bottom 10% : 3683.25

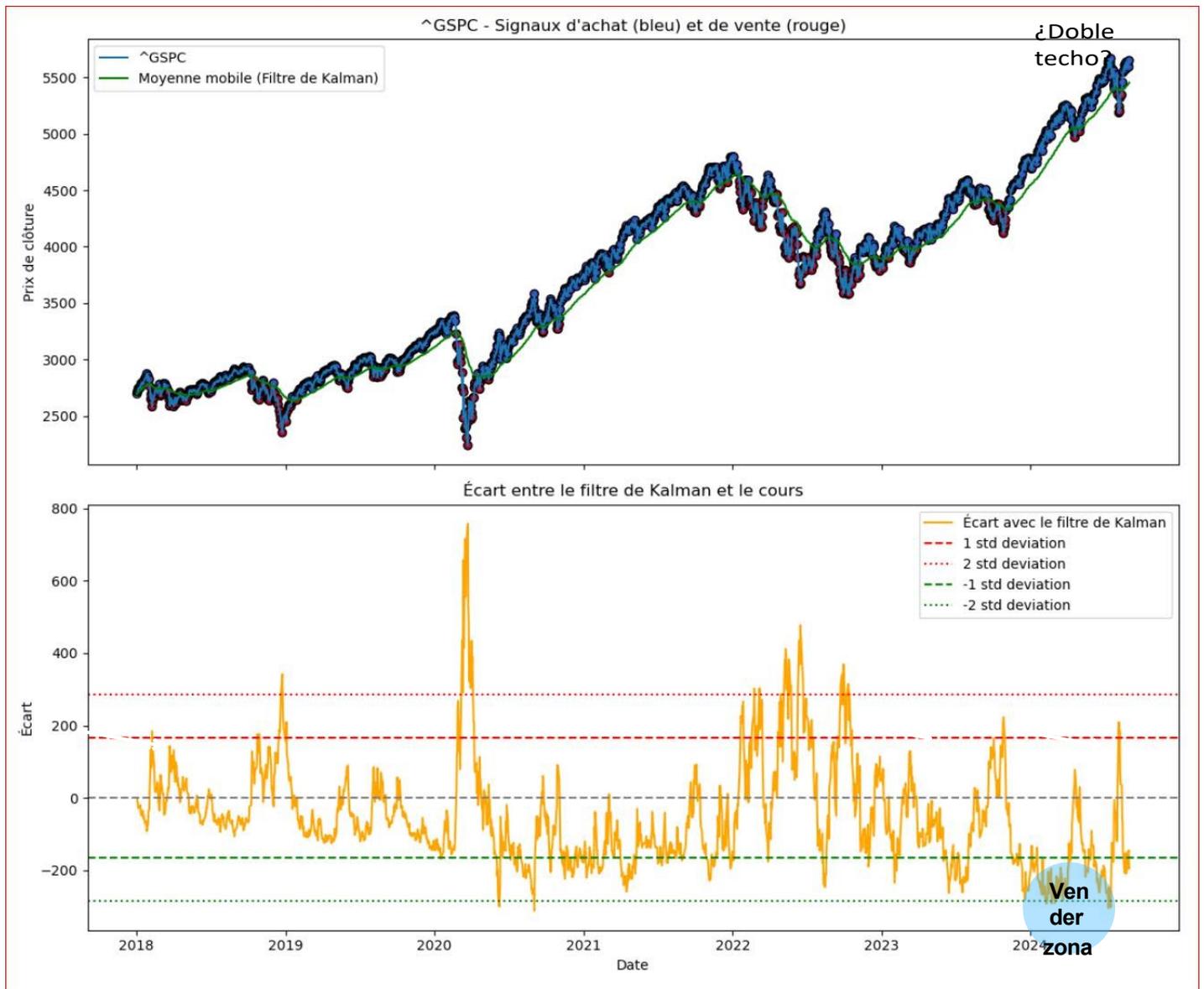


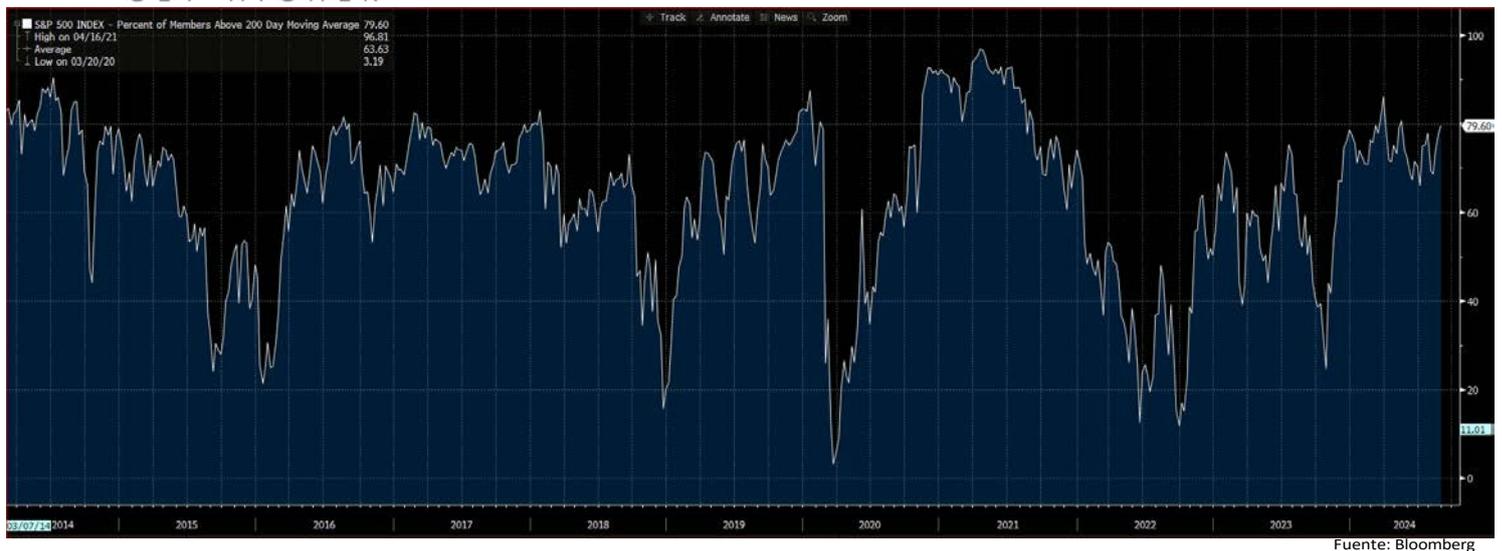
III- b- Mercados americanos.



VIX/VIX3M

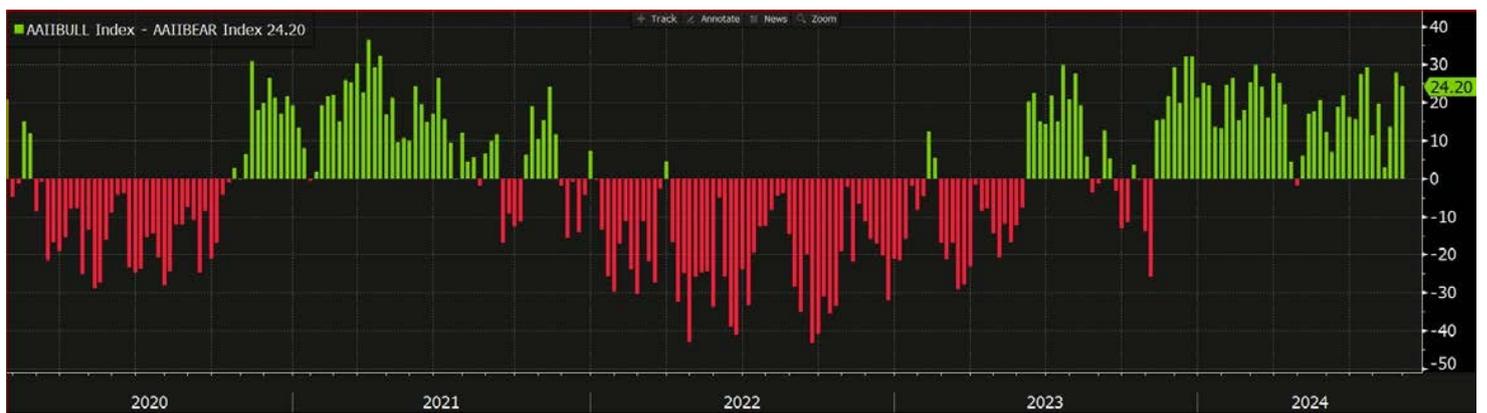
El pequeño pico por encima de 1,10 fue una buena oportunidad de compra. Actualmente, la caída de la volatilidad refleja una calma en los mercados.





Fuente: Bloomberg

Actualmente, el porcentaje de valores del S&P 500 por encima de su media móvil de 200 días es un indicador de la fortaleza o debilidad del mercado. Un porcentaje elevado, por ejemplo superior al 50%, indica que la mayoría de los valores del S&P 500 se encuentran en una tendencia alcista a largo plazo, lo que suele reflejar un mercado saneado con impulso positivo.



Fuente: Bloomberg

El 29 de agosto de 2024, el diferencial entre el índice AAI Bull y el índice AAI Bear se situaba en 24,20. Este diferencial representa la diferencia entre el porcentaje de alcistas y bajistas según la encuesta semanal de la Asociación Americana de Inversores Individuales (AAII). Un diferencial positivo, como 24,20, indica que el número de inversores alcistas supera al de inversores bajistas, lo que sugiere un sentimiento general positivo en el mercado bursátil.

IV. Metales comunes y metales preciosos

- Cobre.
La industria chilena del cobre está saliendo de un intenso periodo de negociaciones salariales, lo que sugiere un menor riesgo de nuevas perturbaciones en un país que representa una cuarta parte del suministro mundial. El pasado fin de semana, unos 300 trabajadores en huelga de una mina explotada por Lundin Mining Corp. volvieron al trabajo. Una semana antes, el principal sindicato de la gigantesca mina Escondida, gestionada por el grupo BHP, había ratificado un acuerdo laboral tras tres días de huelga. Antofagasta Plc también llegó a un acuerdo salarial anticipado con el principal sindicato de su yacimiento Centinela, con lo que se cerraron las negociaciones de la empresa para este año. Todavía hay varios contratos pendientes, especialmente en la vasta mina El Teniente de Codelco, que representan alrededor de 752.000 toneladas métricas de producción, según datos recopilados por BTG Pactual. Sin embargo, esta cifra es inferior a los 3,35 millones de toneladas en riesgo a principios de año. Las empresas están teniendo que gastar más para conseguir firmar contratos, aunque la caída de los precios del cobre desde el máximo histórico alcanzado en mayo probablemente haya ayudado a persuadir a los trabajadores para que firmen acuerdos. Para el mercado, el menor riesgo de huelgas en Chile ayudará a aliviar la preocupación por la escasez de suministros de concentrado, la materia prima utilizada para alimentar las fundiciones.

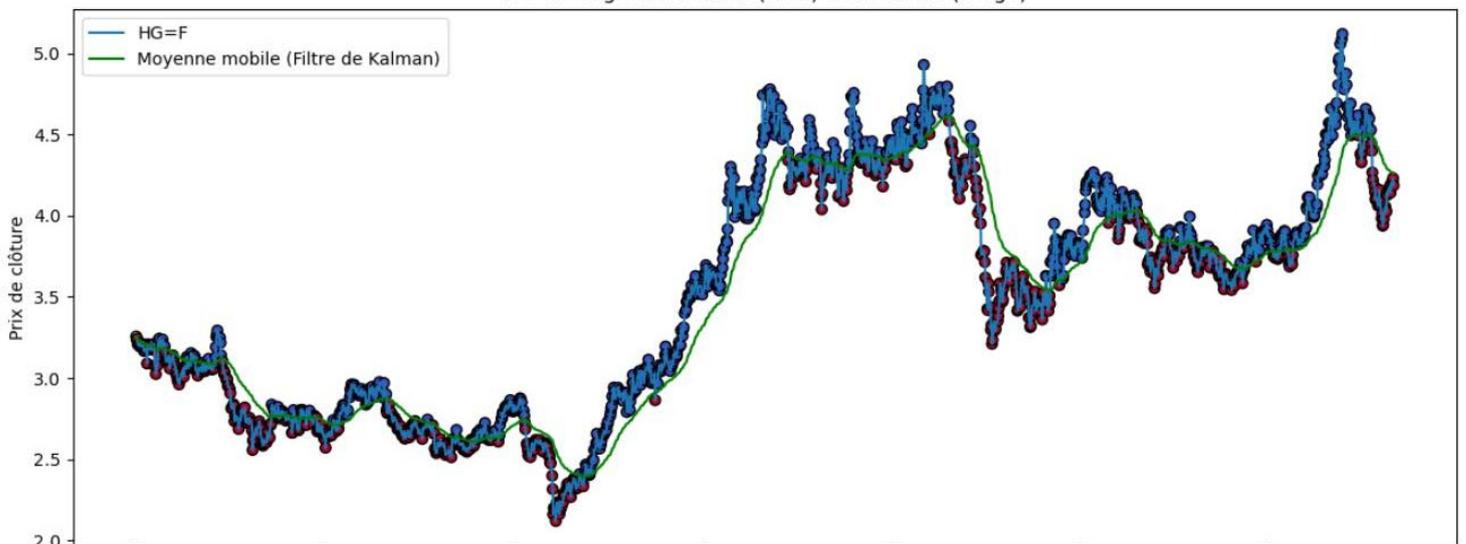
El precio del cobre alcanzó el martes su nivel más alto en seis semanas, impulsado por la renovada demanda de los inversores y el optimismo del mercado ante la inminente bajada de los tipos de interés en Estados Unidos. En Nueva York, el cobre para entrega en septiembre cotizaba en torno a 4,223 dólares la libra, ampliando sus ganancias tras alcanzar en la sesión anterior su nivel más alto desde el 22 de julio. Por su parte, el cobre a tres meses en la Bolsa de Metales de Londres subió ligeramente y cotizó en torno a los 9,378 \$ por tonelada métrica. Los precios del cobre, han subido de forma constante en las últimas semanas, recortando pérdidas tras caer a mínimos de cuatro meses a principios de agosto. El reciente repunte del cobre se ha visto impulsado en parte por la renovada demanda de los fondos de cobertura, que previamente habían reducido su exposición al metal base durante la reciente y profunda corrección del 24%. El optimismo sobre la bajada de los tipos de interés se vio reforzado la semana pasada cuando el presidente de la Reserva Federal, Jerome Powell, alimentó las ya elevadas expectativas de un recorte de los tipos de interés en la reunión del banco central del 18 de septiembre. Powell dijo el viernes que "ha llegado el momento de ajustar la política", aunque no dio detalles sobre el momento o el alcance del recorte. Los precios del cobre podrían beneficiarse de los recortes de los tipos de interés en EE.UU., ya que una política monetaria más laxa debería aliviar la presión financiera sobre los fabricantes y las empresas de construcción. La demanda de cobre suele considerarse un indicador de la salud económica. El metal rojo es esencial para varios sectores, incluido el de la transición energética, y desempeña un papel crucial en la fabricación de vehículos eléctricos, redes eléctricas y turbinas eólicas.



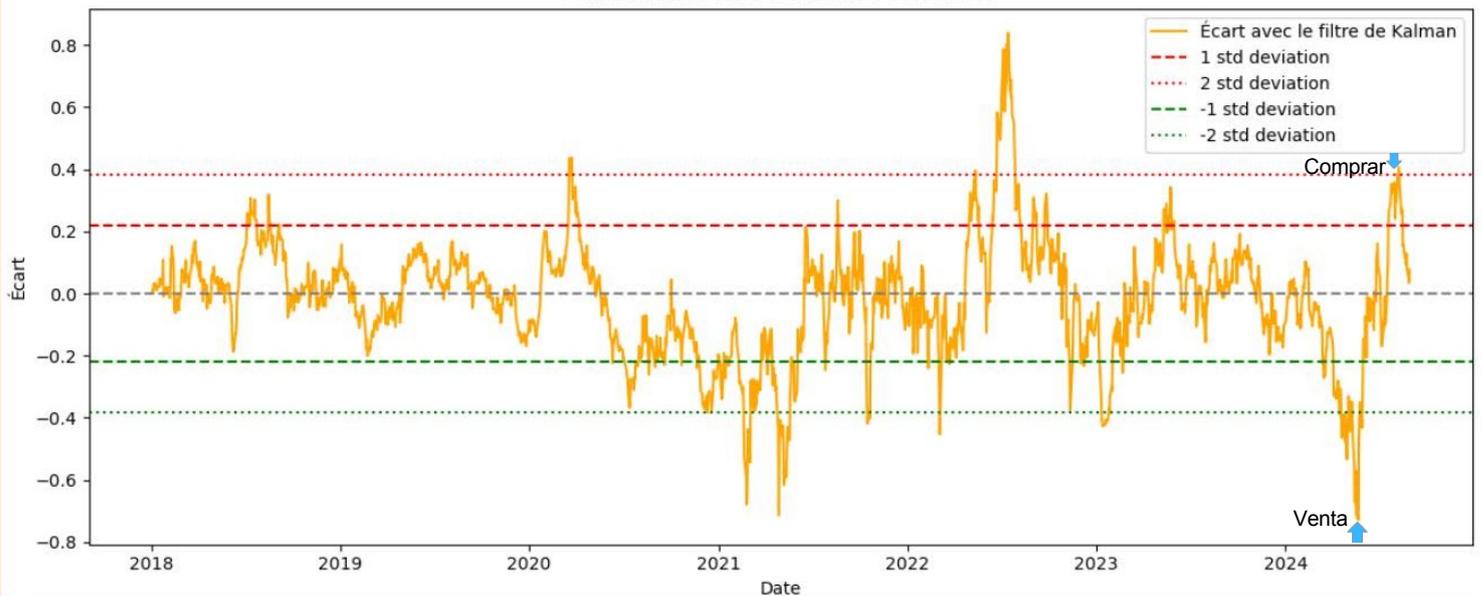
JVR INVEST
GET HIGHER



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



Écart entre le filtre de Kalman et le cours

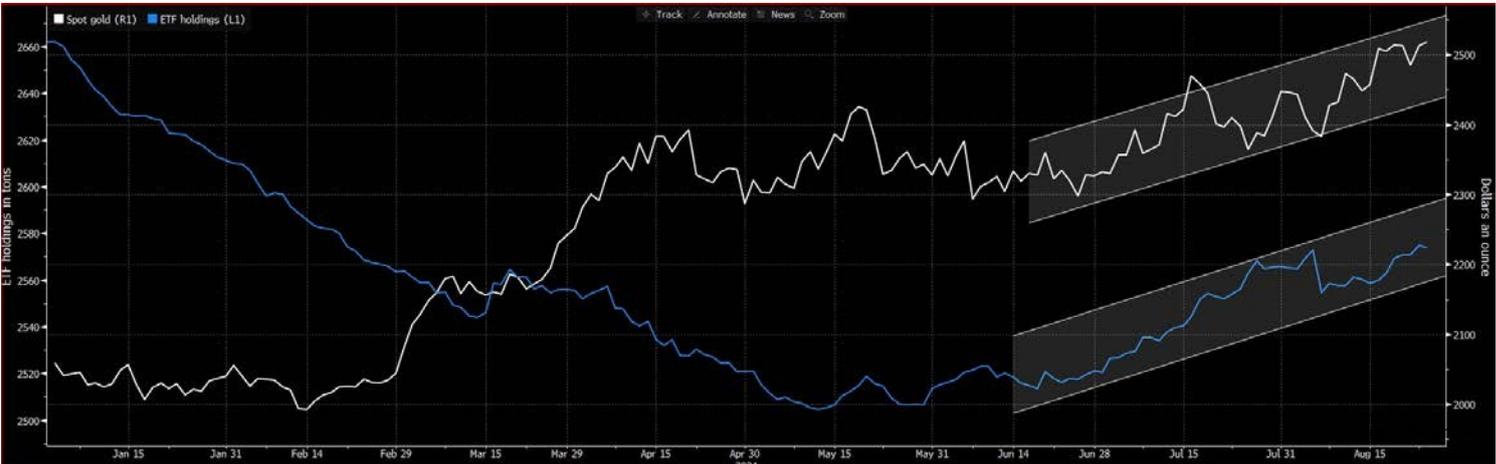


- Oro.

El oro ha tenido un año extraordinario, batiendo una serie de récords que lo convierten en una de las materias primas con mejor comportamiento. Su subida en la primera mitad del año se vio impulsada por las fuertes compras de los bancos centrales y los inversores asiáticos, que compensaron el impacto negativo de la subida del dólar estadounidense, el aumento de los rendimientos de los bonos y las salidas de fondos cotizados en bolsa respaldados por oro. En la actualidad, estos tres factores parecen jugar a favor del oro. Los fondos de cobertura y los especuladores han aumentado sus posiciones largas netas en Comex, alcanzando su nivel más alto en más de cuatro años, según la CFTC.

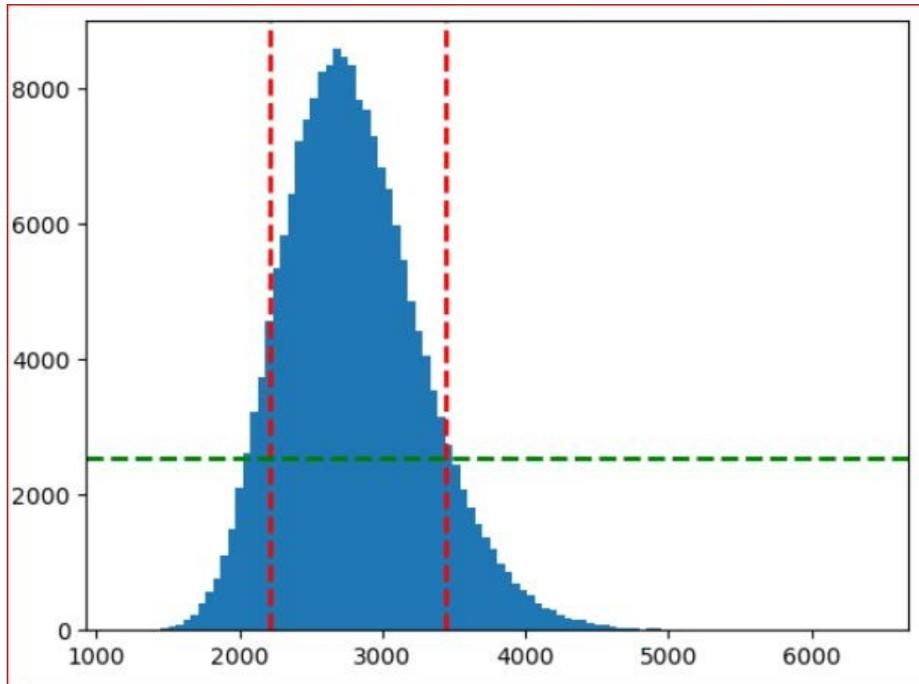
También hay indicios de una renovada demanda de ETF respaldados por oro. Las tenencias del SPDR Gold Shares, uno de los principales productos, han subido durante ocho semanas consecutivas, la racha más larga desde mediados de 2020. Sin embargo, incluso con el creciente interés de los inversores occidentales, los precios podrían ser vulnerables a la reducción de las compras en Asia, donde los altos precios han lastrado la demanda. El banco central de China también suspendió recientemente sus compras mensuales, debilitando dos de los pilares que sostuvieron al oro en la primera mitad del año.

El mercado puede esperar fuertes flujos hacia los ETF, así como una demanda continuada por parte de los especuladores cuando la Fed lleve a cabo su primera bajada de tipos. El aumento de los riesgos geopolíticos también debería impulsar la demanda de coberturas de cartera.



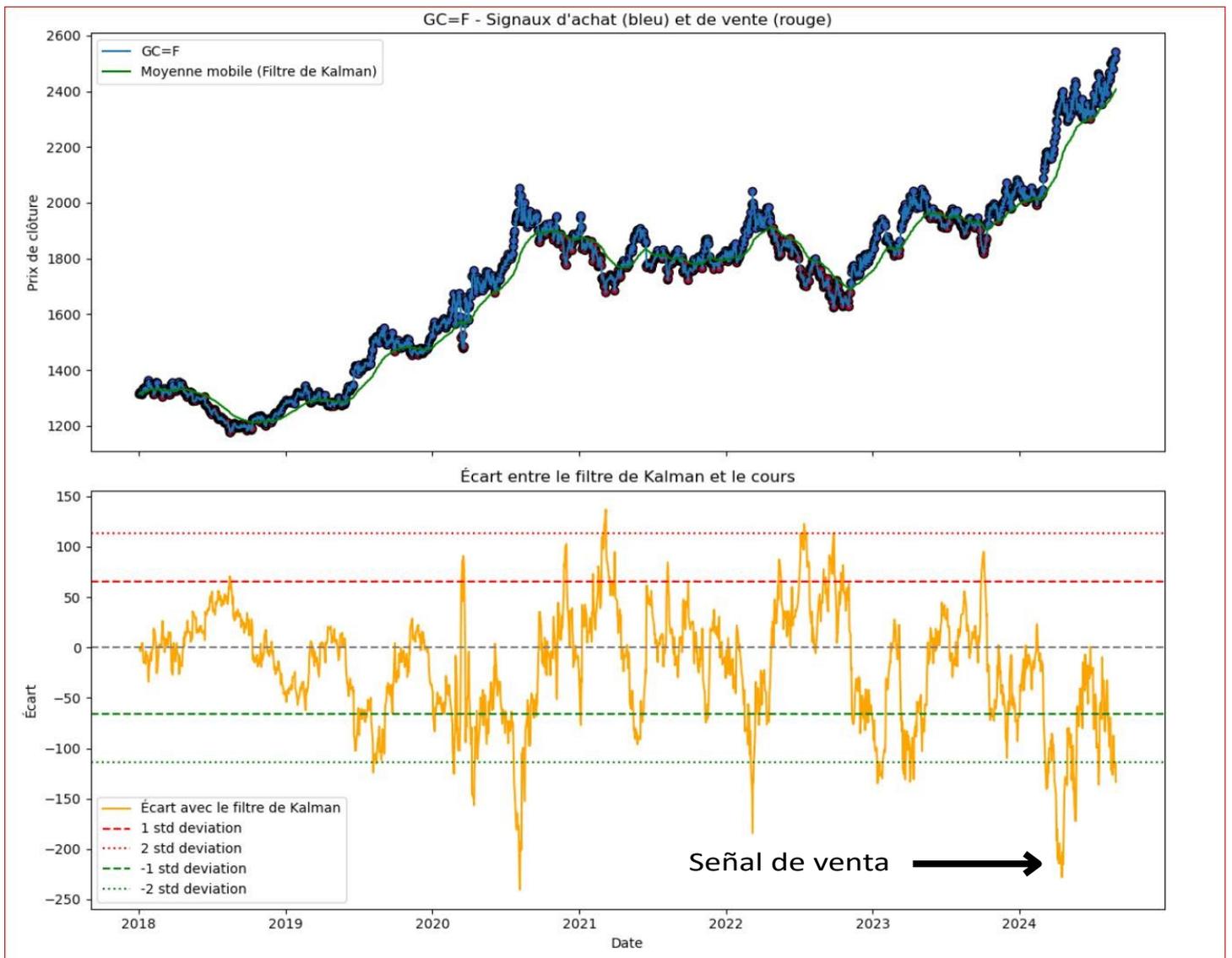


JVR INVEST
GET HIGHER



10% superior: 3433,94

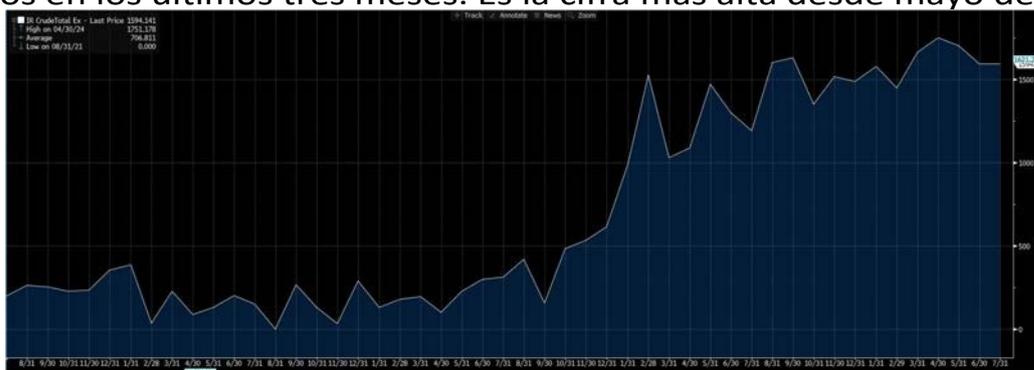
10% inferior: 2205,74



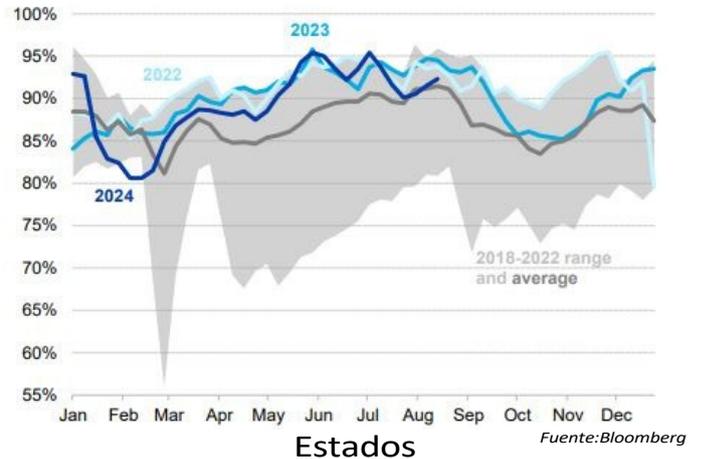
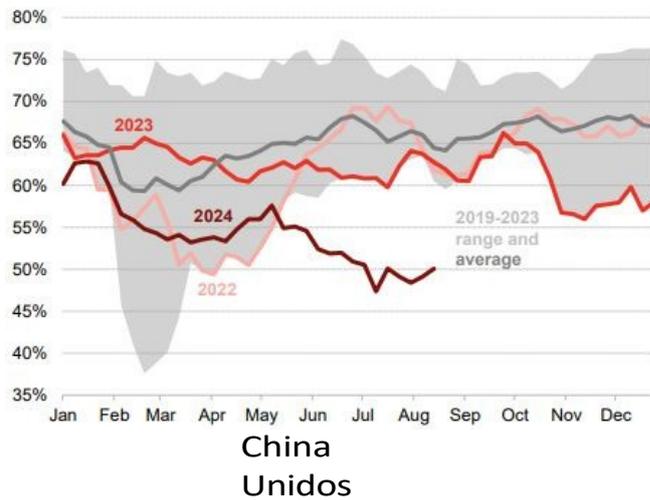
V- Energía

Tras un prometedor comienzo de verano, las perspectivas de los precios del petróleo se deterioran, lo que genera incertidumbre en las salas de contratación, los grandes grupos petroleros y los productores de Oriente Medio. Desde que se acercaron a los 90 dólares el barril a principios de julio, los precios de los futuros del petróleo han caído más de un 10%, ya que la vacilante economía china eclipsa la demanda veraniega de combustible en EE.UU. y las tensiones geopolíticas en Oriente Medio. El aumento de la capacidad de producción de combustible está erosionando los elevados beneficios de las refinerías, que ven reducidas sus compras de crudo. Tras permanecer estancados en una horquilla de entre 75 y 90 dólares el barril durante la mayor parte del año, la evolución de los precios se verá ahora muy influida por el cártel OPEP+, liderado por Arabia Saudí y Rusia. El grupo se enfrenta a una decisión inminente sobre si reinicia la producción en espera en un mercado que no parece necesitar la producción extra.

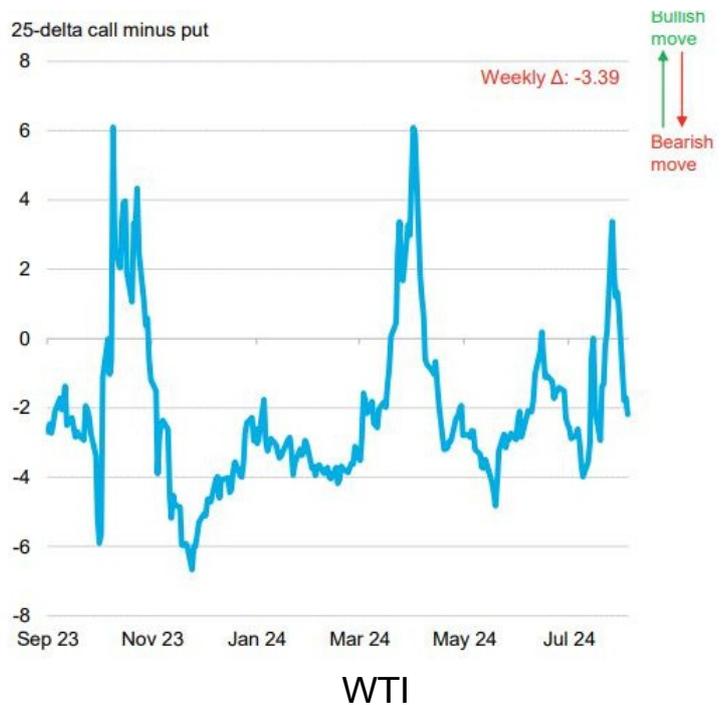
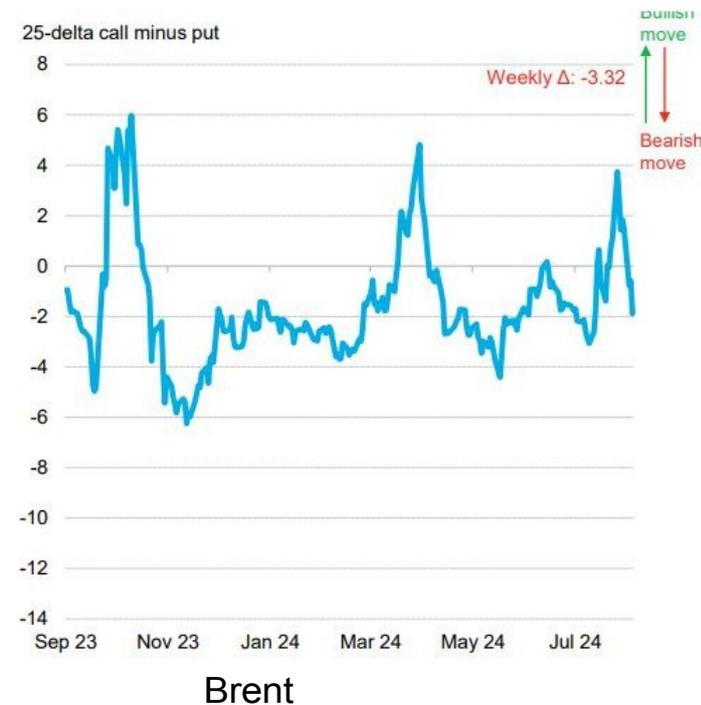
Todos estos factores llevan a los observadores del petróleo a adoptar una actitud cada vez más pesimista. La OPEP+ corre el riesgo de crear una "sorpresa bajista" si sigue adelante con los aumentos de producción, y podría hacer caer los precios del crudo hasta 55 dólares el barril el año que viene. Riad, que ha visto caer sus ingresos petroleros a su nivel más bajo en tres años, dijo que podría "suspender o revertir" los aumentos si fuera necesario, dejando a los operadores divididos sobre si la alianza sigue adelante. Algunos se preguntan cuánto más pueden bajar los precios, dado que los especuladores ya han acumulado grandes apuestas bajistas y que continúa el conflicto en Oriente Próximo, que representa alrededor de un tercio de la oferta mundial. También hay algunos puntos positivos en Estados Unidos. Los inventarios de crudo a escala nacional se encuentran en su nivel más bajo desde enero y las existencias en el centro de almacenamiento de Cushing, Oklahoma, también siguen bajando. Pero esta situación podría invertirse, ya que algunas de las principales refinerías estadounidenses van a ralentizar sus ritmos de procesamiento este trimestre. Los altos precios de los últimos años han financiado una afluencia de nueva oferta de los principales productores ajenos al cártel de la OPEP+. La producción está aumentando en Canadá, que actualmente bombea más petróleo que cualquier otro productor de la OPEP excepto Arabia Saudí, y en Guyana, que ha aumentado su producción hasta 700.000 barriles diarios desde cero hace sólo unos años. Y el cártel se enfrenta a un desafío interno: dos países miembros bajo sanciones -Irán y Venezuela- han aumentado su producción, exportando colectivamente 3,3 millones de barriles diarios en los últimos tres meses. Es la cifra más alta desde mayo de 2019.



Exportaciones iraníes a todo el mundo



Tanto la refinería de Shandong (China) como las de Estados Unidos registraron otra semana de aumentos en sus índices de utilización.

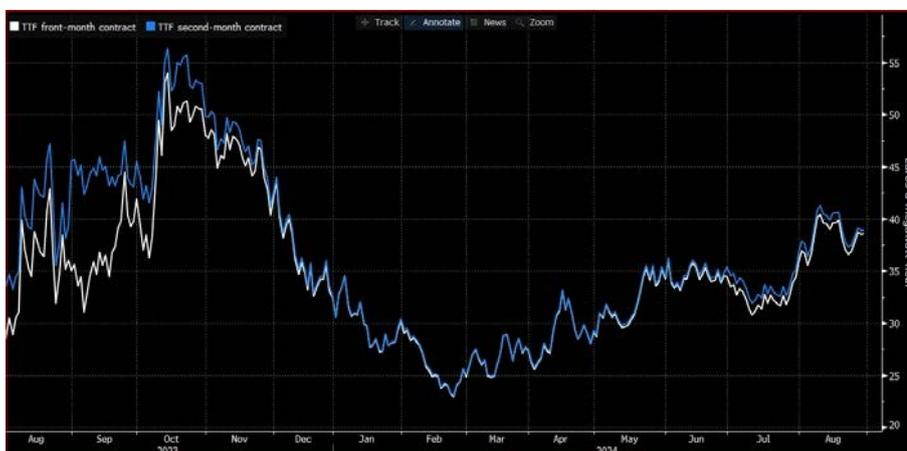


La volatilidad de las opciones sobre petróleo, en particular para el Brent y el WTI a un mes, ha mostrado recientemente una tendencia a la baja, lo que refleja unas perspectivas bajistas para el mercado del petróleo. El sesgo de la volatilidad mide la diferencia entre la volatilidad implícita de las opciones de compra y de venta fuera del precio de ejercicio. En los mercados del petróleo, los operadores suelen dar más importancia a la protección frente a una caída de los precios que frente a una subida, lo que se traduce en un sesgo que suele ser negativo para las opciones sobre crudo. Cuando vemos una reducción de este sesgo negativo o un aumento hacia un sesgo positivo, esto indica que el mercado está menos preocupado por una caída de los precios o más preocupado por una subida.



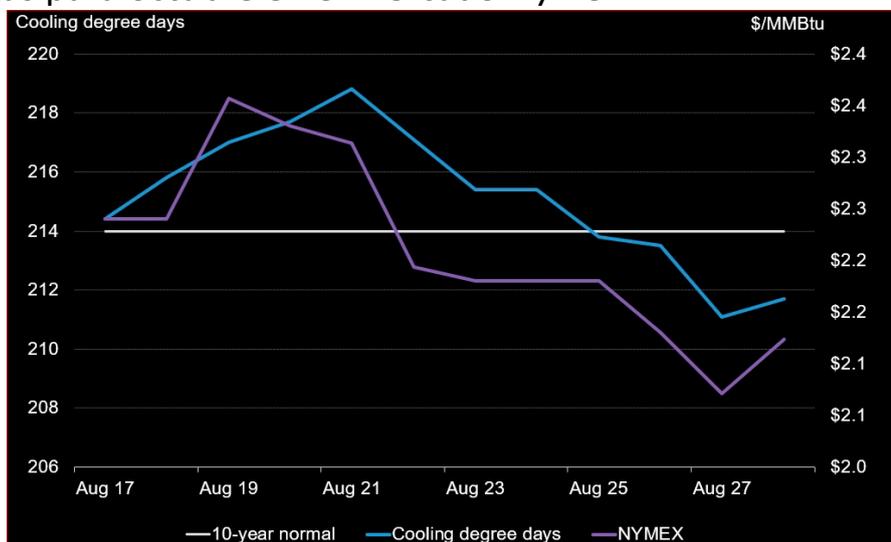
Gas natural y GNL

El mercado del gas natural en Europa se enfrenta a una serie de riesgos a corto plazo, que han provocado un aumento de los precios antes del inicio de la temporada de calefacción. Las obras de mantenimiento en Noruega y las posibles interrupciones del tránsito de gas ruso a través de Ucrania son factores de preocupación. Los contratos de futuros muestran nerviosismo en el mercado, con una prima más alta para los contratos de octubre que para los de enero. Sin embargo, las existencias actuales en Europa siguen siendo suficientes para el inicio de la temporada de invierno, a menos que haya una fuerte demanda de GNL.



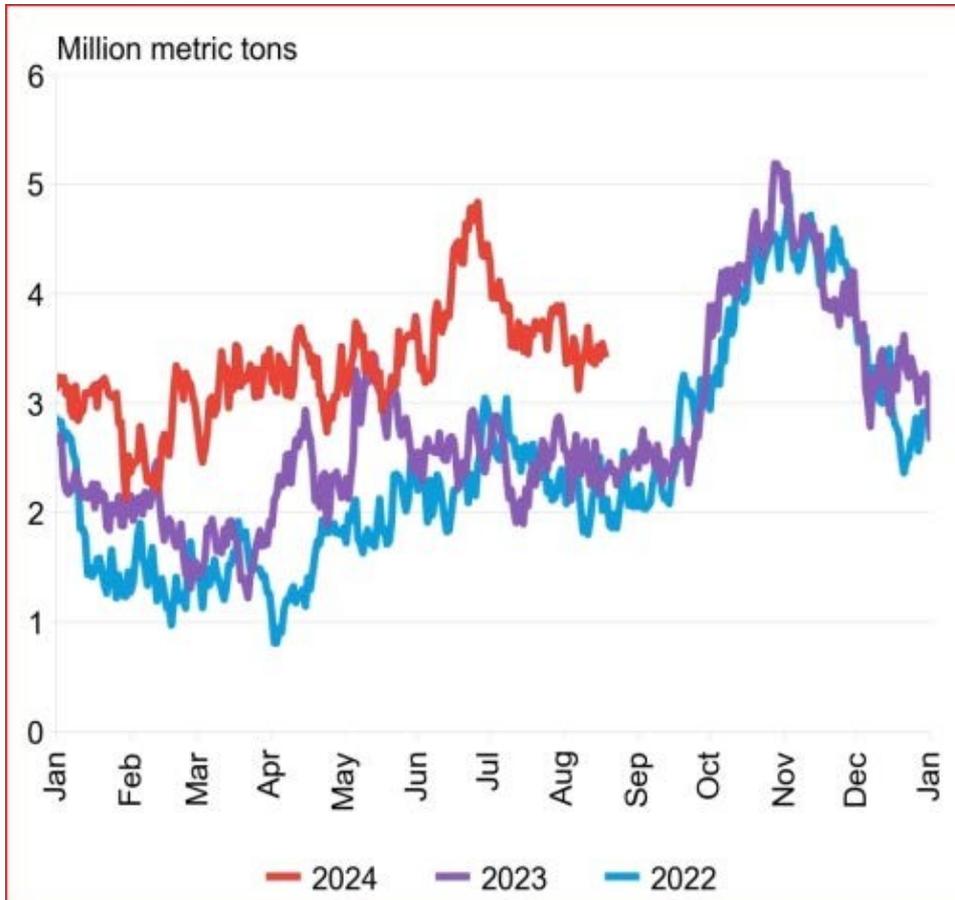
Los expertos del mercado prevén que las primeras perturbaciones aumenten los riesgos para los contratos de gas a corto plazo. La temporada de huracanes en EE.UU. supone un riesgo potencial para el suministro de gas natural licuado (GNL). Como mayor proveedor de GNL a Europa, EE.UU. vigila de cerca esta amenaza. Al mismo tiempo, la demanda de GNL en Asia sigue siendo fuerte debido a las condiciones climáticas cálidas y a algunos cortes en la región.

Los niveles actuales de almacenamiento en EE.UU. están por encima de la media estacional, aunque por debajo del récord anterior de cinco años. Con el verano llegando a su fin, se esperan temperaturas ligeramente inferiores a la media, lo que podría reducir la demanda de gas para aire acondicionado. Esto ha provocado una caída de los precios de los contratos de gas para octubre en el mercado Nymex.



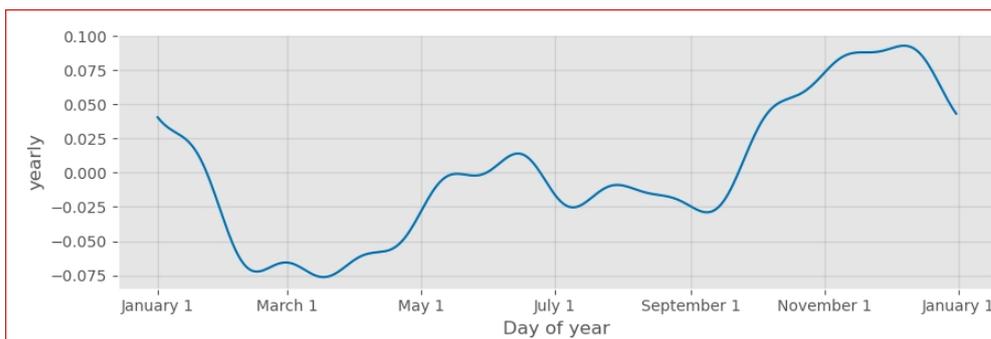


JVR INVEST
GET HIGHER



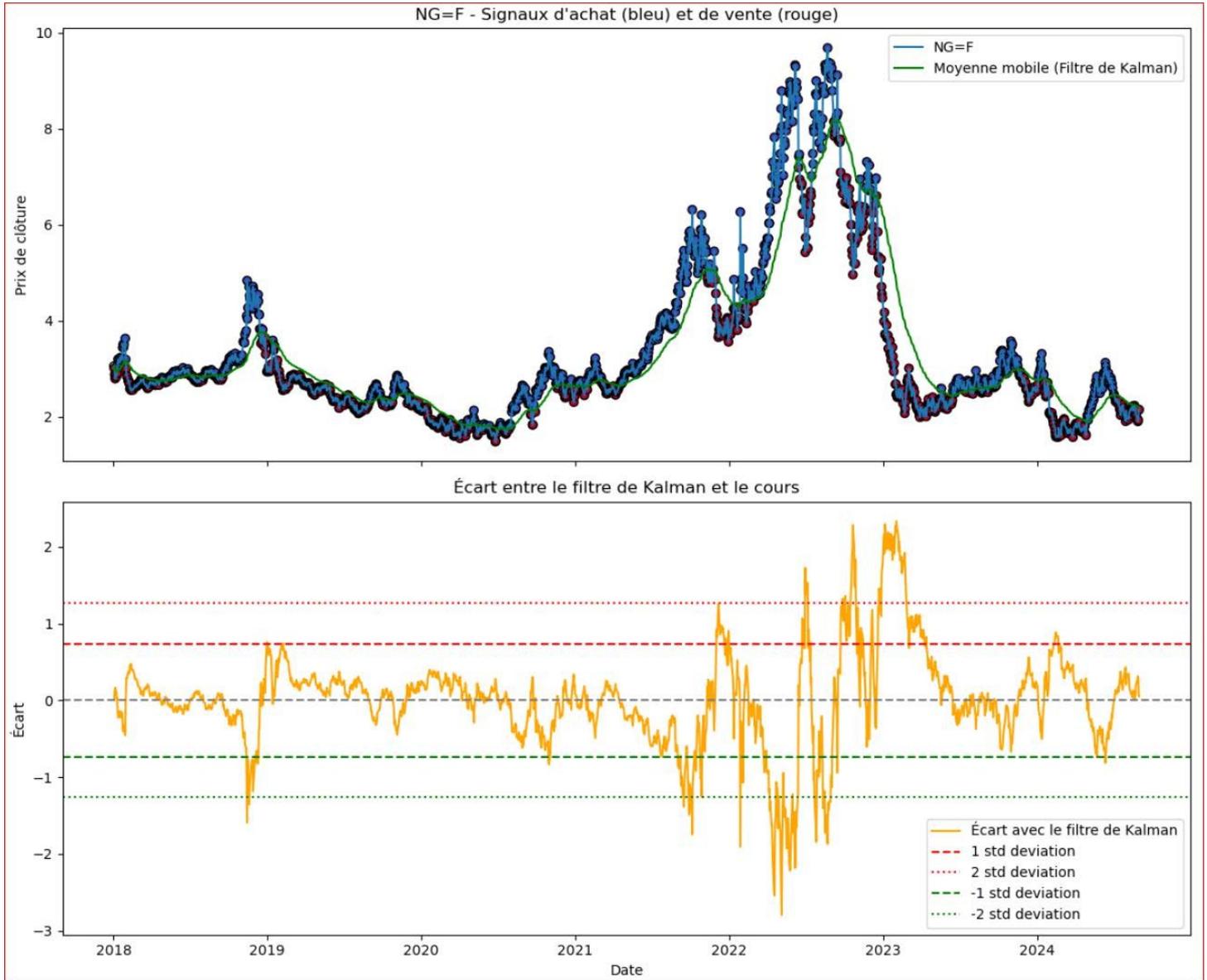
Fuente: Bloomberg

El número de buques metaneros sucios en el agua ha aumentado ligeramente y se mantiene muy por encima de las medias anteriores de 2023 y 2022. Esto sigue confirmando la hipótesis de que persiste un riesgo durante los próximos dos meses. Además, si nos fijamos en la estacionalidad, vemos que los impulsos alcistas se producen regularmente a partir de septiembre.





JVR INVEST
GET HIGHER

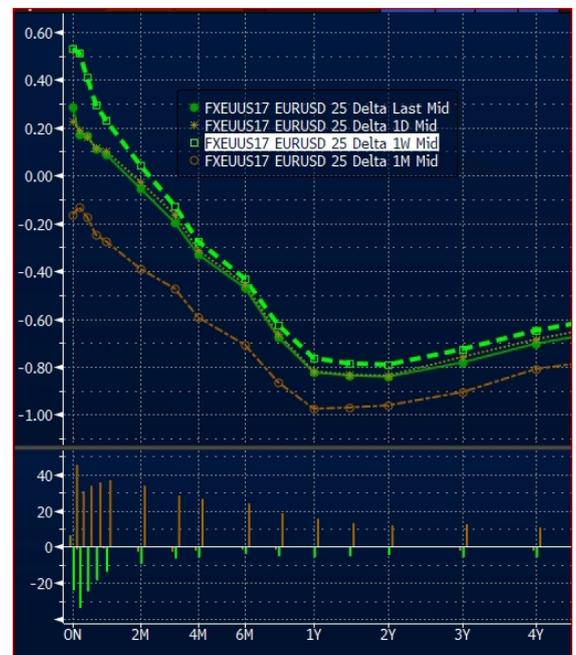


VI- Forex

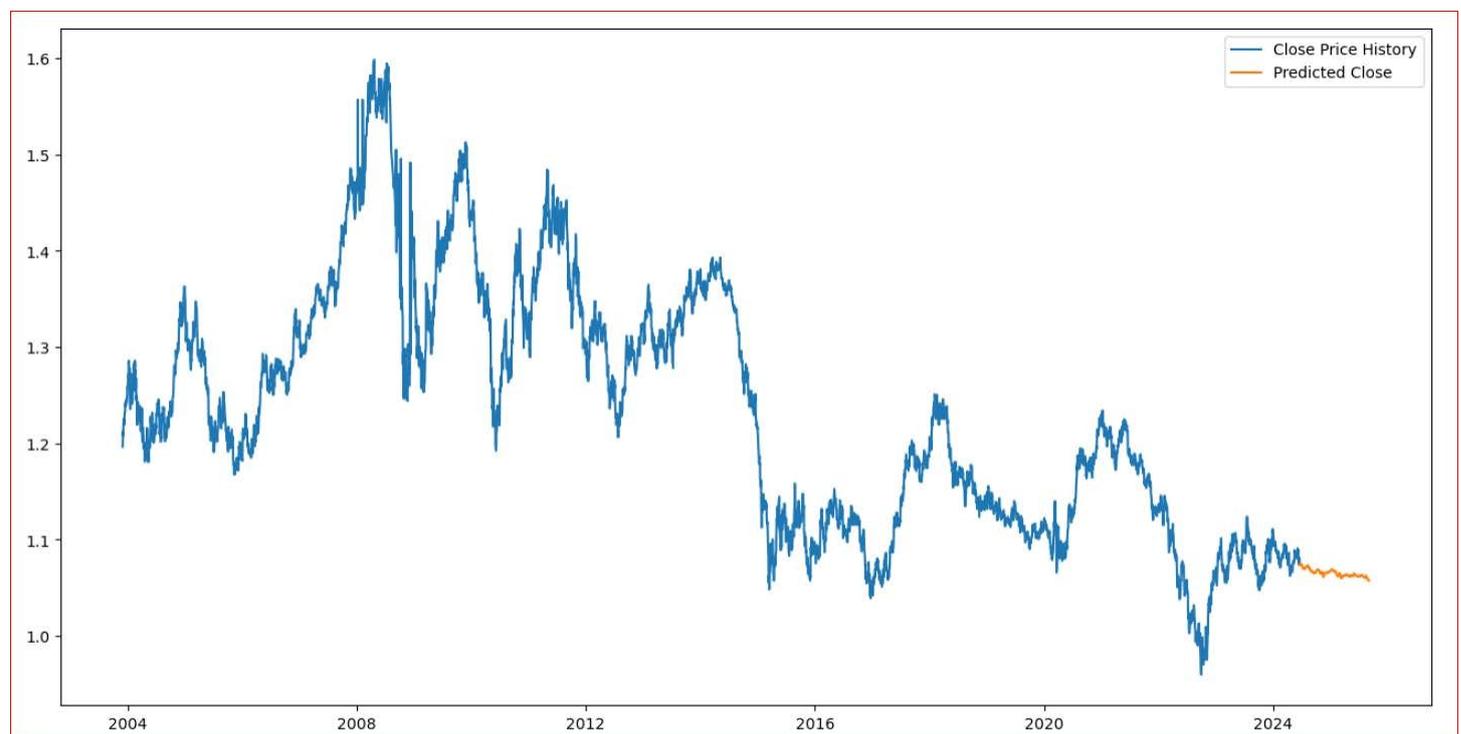
La reciente caída del euro en el mercado al contado ha ido acompañada de una dinámica similar en el mercado de opciones. Esta semana, el sesgo de volatilidad del EUR/USD ha disminuido, con un movimiento especialmente marcado a corto plazo. Según los operadores radicados en Europa, este cambio de sentimiento refleja la liquidación de posiciones alcistas y una nueva demanda de opciones de venta a corto plazo. El miércoles, una opción de venta vainilla EUR/USD a tres meses se negoció por 671 millones de euros a un precio de ejercicio de 1,0902 dólares.

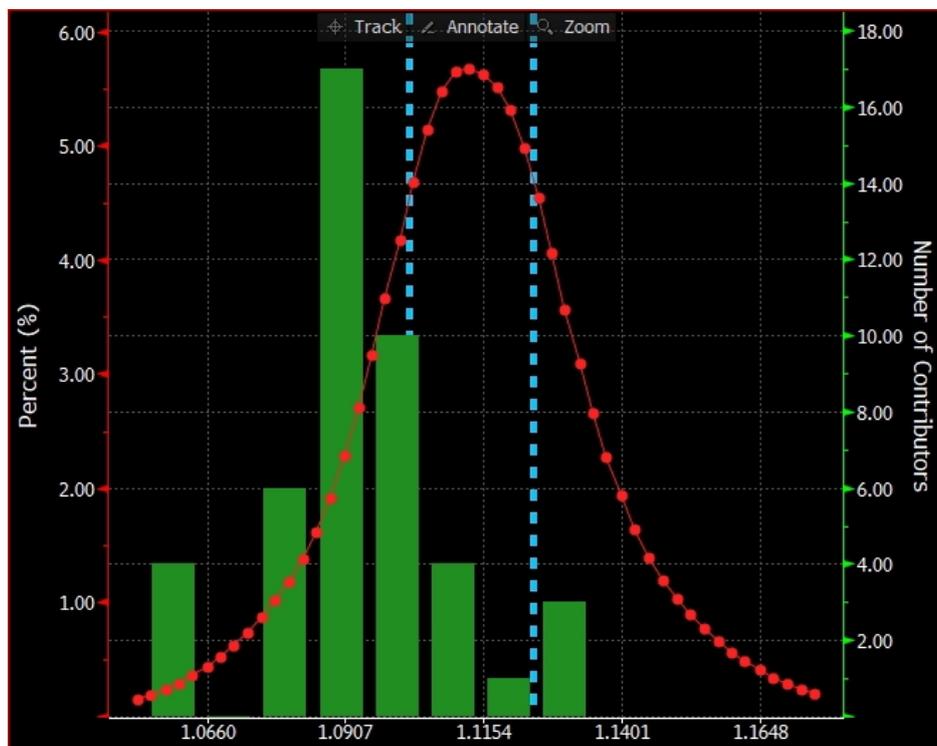


Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg





Fuente: Bloomberg

Los operadores de opciones sobre divisas no son los únicos que persisten en sus expectativas de una corrección del euro frente al billete verde. La estimación más común entre los estrategas de divisas es 1,0910. Basándonos en nuestras diversas simulaciones, ahora también obtenemos un nivel de entre 1,0800 y 1,0900 para finales de año.



En contra de todas las expectativas, desde un punto de vista técnico se espera exactamente lo contrario en la cotización semanal. La cotización se mueve por encima de sus medias a corto y medio plazo, lo que implica un nuevo impulso alcista. Será muy interesante ver quién tiene razón dentro de 3 meses, el técnico o el quant. Si el EurUSD sigue subiendo, podemos esperar que la Fed se muestre mucho más pesimista que el BCE a finales de año.

Nuestra asignación de activos para 2024:

<i>Classe de actifs</i>	<i>Négatif</i>	<i>Neutral</i>	<i>Positif</i>
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.