



JVR INVEST
GET HIGHER

Mayo de 2025

Boletín



Mensaje del Director General

Estimados lectores,

La paz en Ucrania está cada vez más cerca, trayendo consigo un retorno a la estabilidad que podría actuar como catalizador de una subida en los mercados financieros.

Otro factor importante que habrá que vigilar en mayo son las negociaciones entre China y Estados Unidos en Ginebra para alcanzar un acuerdo sobre aranceles. Los negociadores ya han acordado una tregua de tres meses sin nuevos aranceles.

En Estados Unidos la Reserva Federal está dando largas a la bajada de tipos, lo que molesta al presidente Donald Trump partidario de un enfoque más agresivo. Es probable que la Fed mantenga su postura durante algún tiempo, pero podría acabar cediendo a las presiones si la tasa de inflación empieza a caer.

En Europa, los recortes de tipos decididos por el BCE también deberían apoyar la recuperación económica. Sin embargo, a largo plazo, el principal reto para la Unión Europea es cómo financiar el envejecimiento de las economías, que se enfrentan a un descenso del consumo interno como consecuencia del cambio demográfico.

Este mes, somos optimistas sobre la renta variable europea, pero mantenemos la cautela sobre el oro y el sector inmobiliario.

Esperamos verle pronto y le deseamos lo mejor para el futuro.

Joaquín Vispe

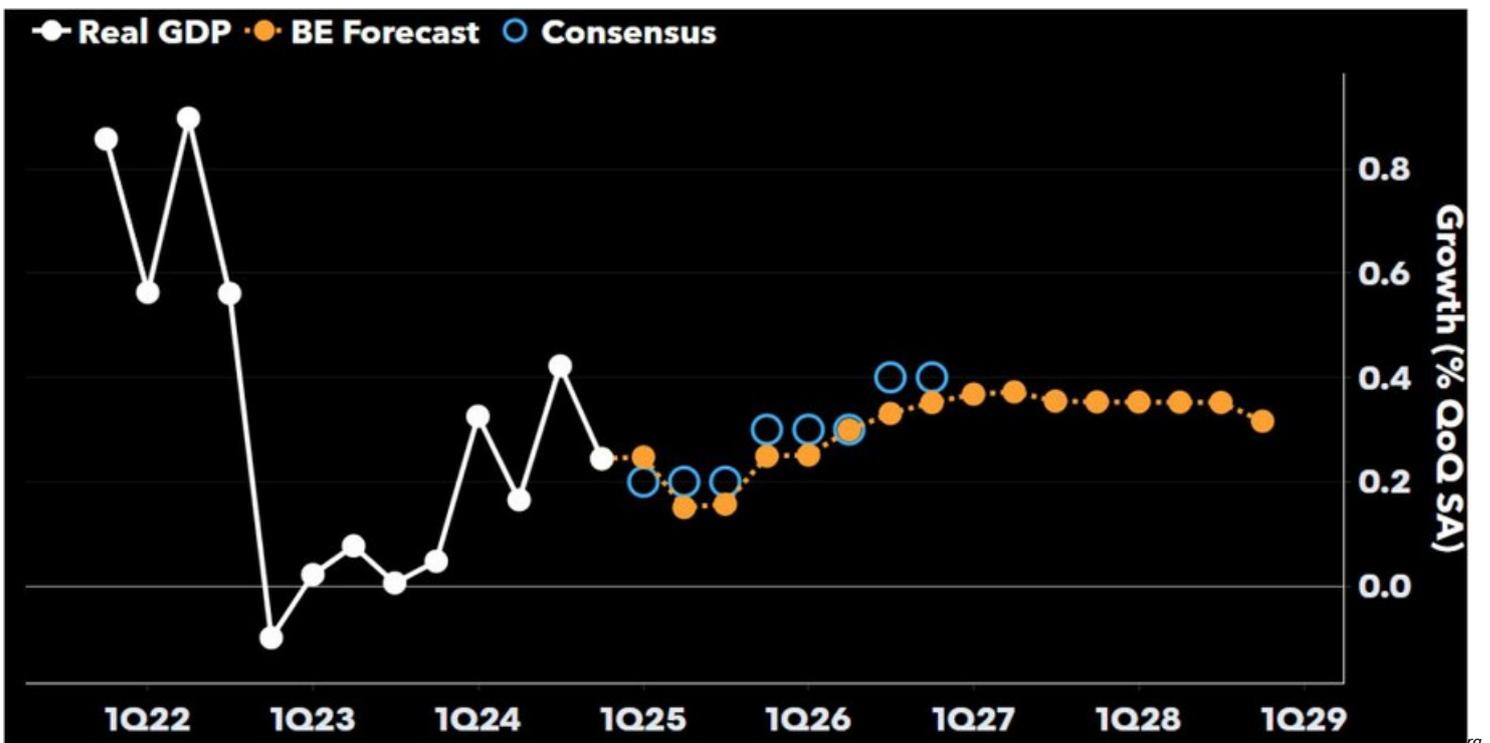




JVR INVEST
GET HIGHER

I - Actualización macroeconómica

Según nuestras estimaciones, la actividad económica de la zona euro creció un 0 %, en el primer trimestre de 2025. Este resultado, estable en comparación con el cuarto trimestre de 2024, sigue siendo inferior a la media del 0,3% registrada el año pasado, señal de que la incertidumbre reinante empieza a frenar la demanda. El paso de las amenazas de subidas de tipos a su aplicación efectiva parece estar retrasando la recuperación que preveíamos. Por ello hemos rebajado nuestras previsiones de crecimiento para este año y el próximo. En este momento, aunque no se puede descartar por completo una recesión, no es nuestro escenario principal. En este contexto, el Banco Central Europeo debería beneficiarse de una combinación favorable de desaceleración económica, caída de los precios de la energía y menor presión sobre los precios por la reorientación de las exportaciones chinas. Por lo tanto, esperamos dos recortes de los tipos de interés oficiales, el primero en junio y el segundo en septiembre.





JVR INVEST
GET HIGHER

El Banco Central Europeo avanza en su estrategia para que la inflación de la zona euro vuelva a su objetivo del 2%. También dispone de margen de maniobra para recortar su tipo de interés oficial, en un contexto de ralentización del crecimiento, especialmente como consecuencia del aumento de los aranceles estadounidenses.

La ralentización de la economía estadounidense, ligada al aumento de los aranceles, representa un reto, pero esta situación podría permitir a Europa situarse como polo de estabilidad de la economía mundial. En marzo la inflación en la eurozona cayó al 2,2 %, tras haber alcanzado el 2,3% en febrero, acercándose así al objetivo fijado por el BCE. A principios de este mes, el BCE ya ha recortado su tipo de interés oficial por séptima vez desde junio de 2024.

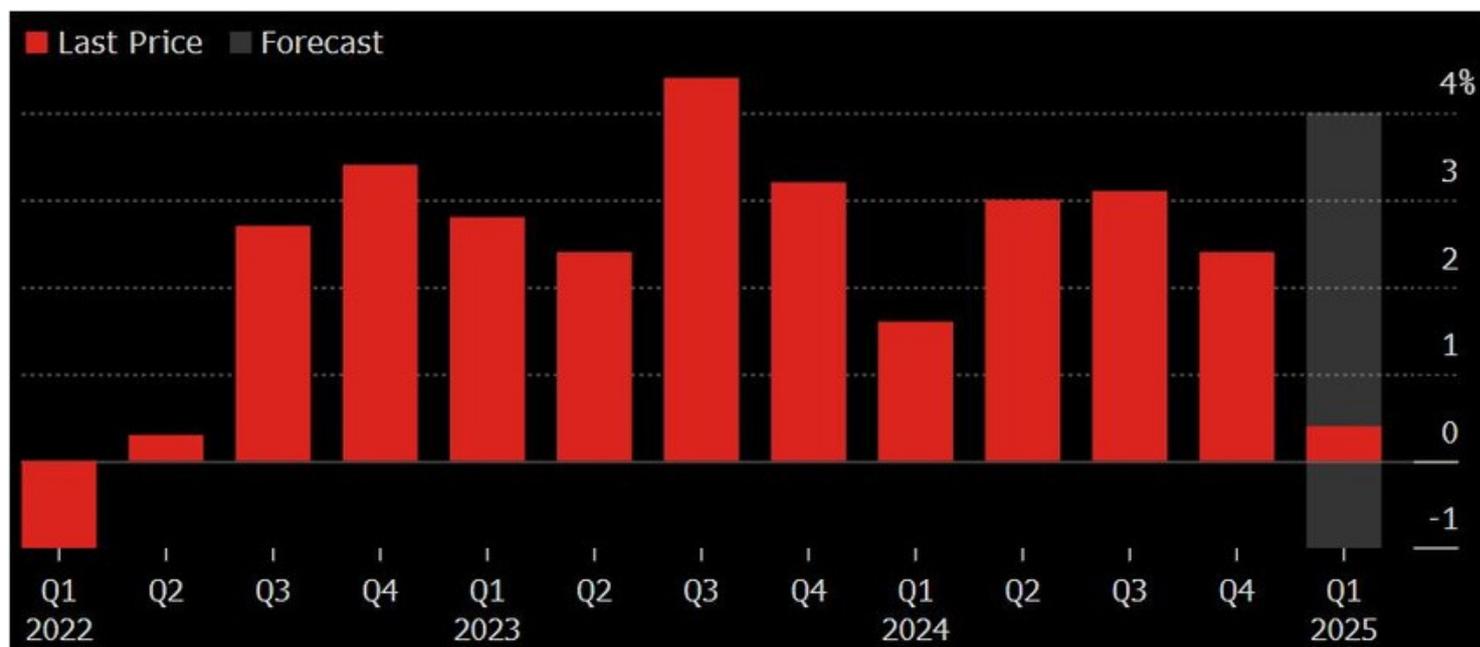


Fuente: Bloomberg

Tras haber funcionado sin problemas durante la mayor parte del año pasado, la primera economía mundial experimentó una marcada desaceleración a principios de 2025, bajo el impacto de la atonía del consumo y el aumento del déficit comercial en medio de una carrera por comprar importaciones como consecuencia de las subidas de aranceles.

Según las primeras estimaciones del Gobierno estadounidense, el producto interior bruto PIB creció a un ritmo anualizado de sólo el 0,4% en el primer trimestre, su ritmo más lento en casi tres años.

En un momento en que los mercados financieros examinan con lupa la más mínima señal sobre el estado de la economía, un crecimiento prácticamente estancado podría reavivar la inquietud sobre riesgo de recesión y un posible deterioro del mercado laboral.



Fuente: Bloomberg

Por el momento, el mercado laboral sólo muestra una ligera ralentización de la contratación, sin señales de despidos masivos. La inversión empresarial en bienes de equipo, sobre todo en aviación comercial, podría ser uno de los pocos puntos brillantes del informe sobre el PIB. Sin embargo, con la incertidumbre que rodea a los aranceles, los acuerdos comerciales y la política fiscal, las empresas se muestran cada vez más prudentes en sus decisiones de inversión.

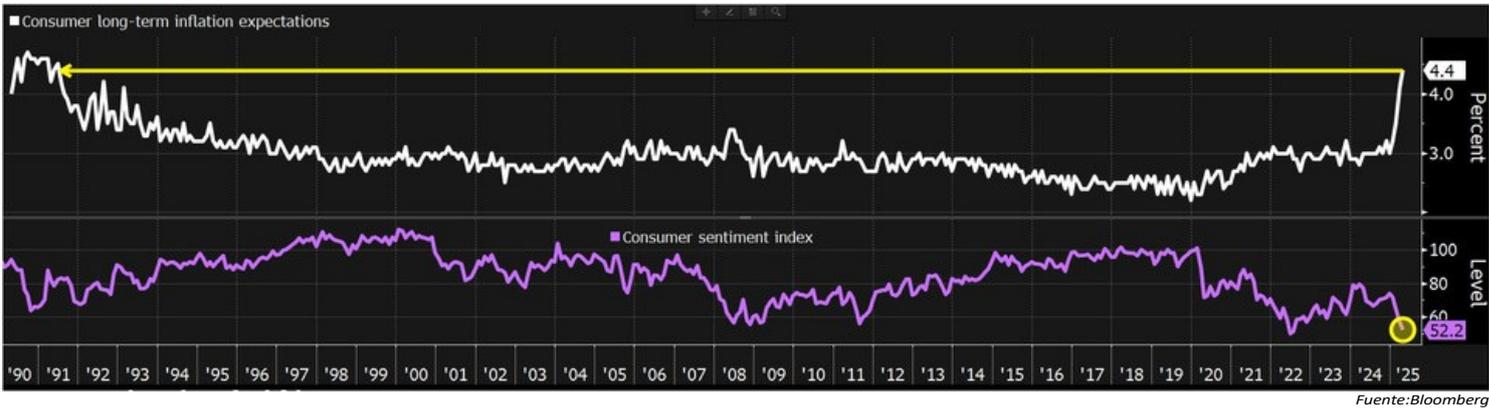


JVR INVEST
GET HIGHER

Las expectativas de inflación a largo plazo de los consumidores estadounidenses acaban de alcanzar el 4% , el nivel más alto en más de treinta años.

Esto supone una ruptura tras décadas de relativa estabilidad. Al mismo tiempo, el índice de confianza de los consumidores sigue cayendo, hasta situarse en 52,2% uno de sus niveles más bajos desde la crisis.

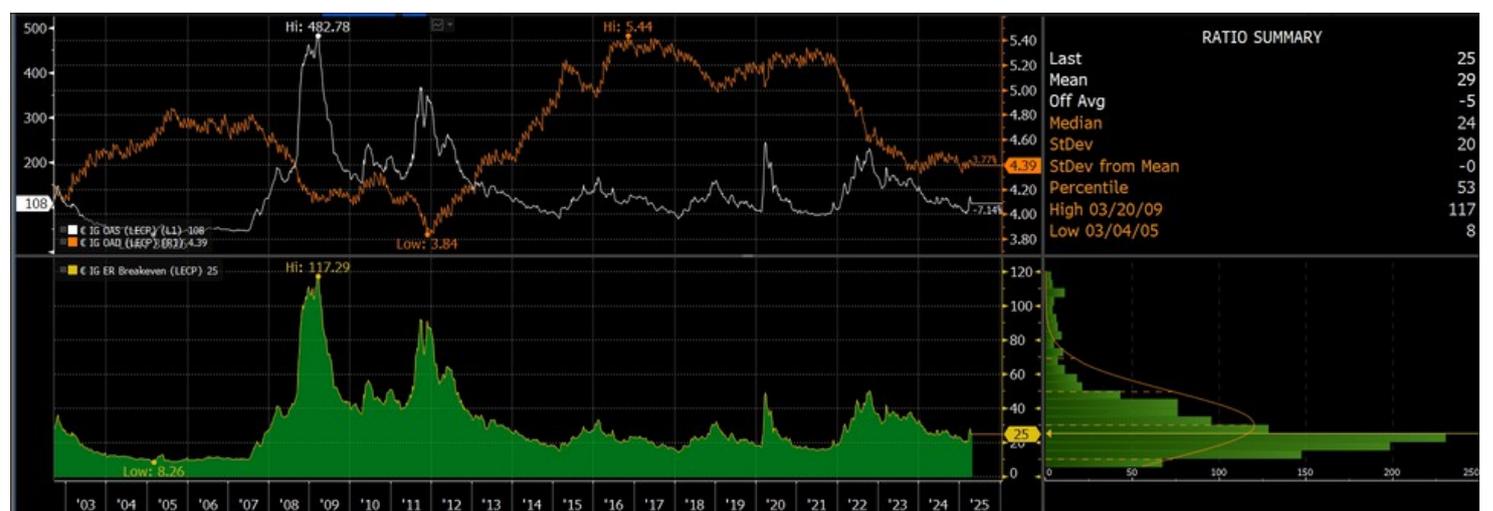
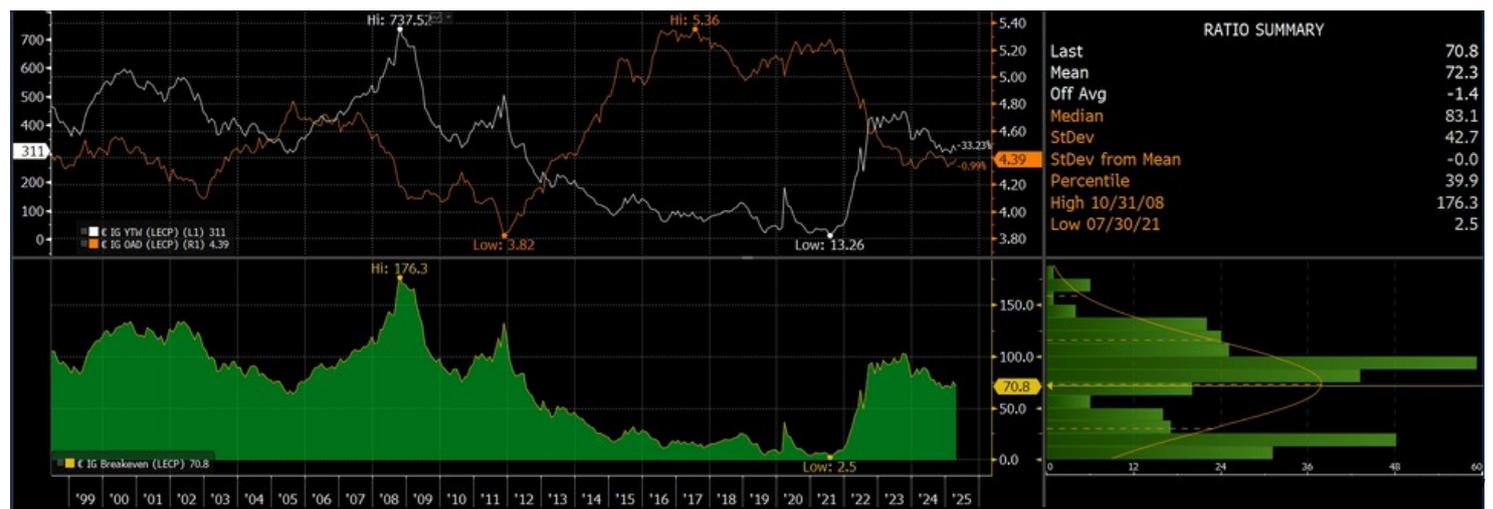
Este deterioro del sentimiento, unido al temor a una inflación persistente, podría deprimir aún más el gasto de los consumidores y complicar la tarea de la Reserva Federal, que ya se enfrenta a una ralentización de la actividad. Los próximos indicadores económicos serán decisivos para evaluar hasta qué punto están ancladas estas nuevas expectativas.



II - Créditos

A pesar de la subida de los Bunds vinculada a la búsqueda de refugios seguros, el sell-off inducido por las medidas arancelarias apoyó los diferenciales de crédito, mejorando así los márgenes de protección.

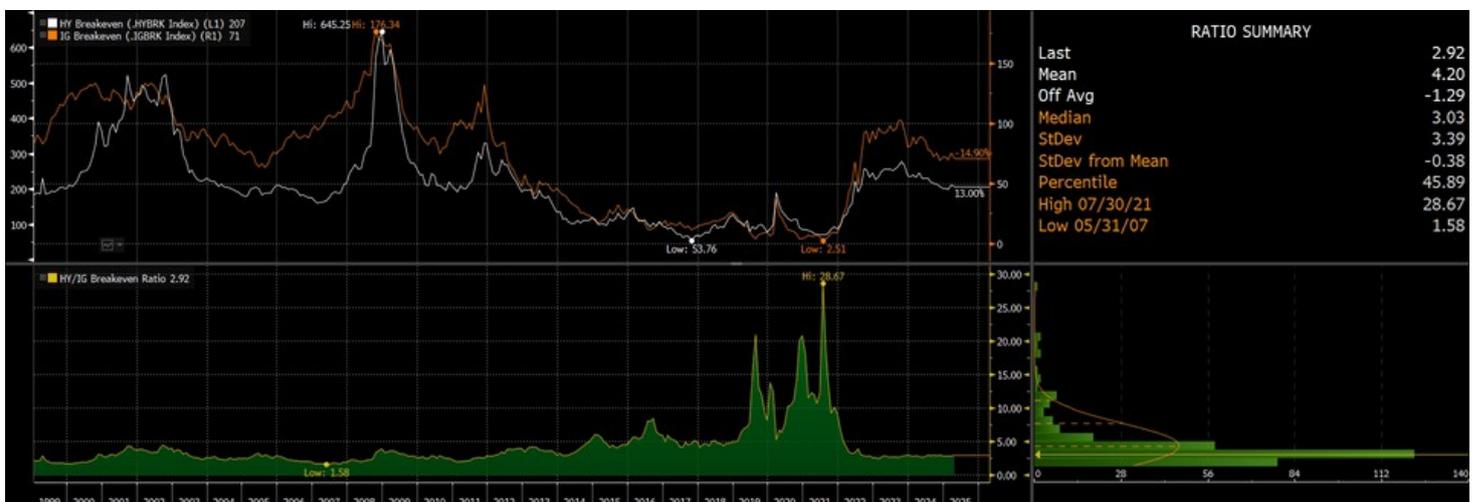
Los diferenciales de los bonos con grado de inversión se mantuvieron estables en torno a los 70 puntos básicos, mientras que los diferenciales de alta rentabilidad superaron la barrera de los 200 puntos, muy por encima de su media a largo plazo. Aunque la ampliación de los diferenciales se vio contrarrestada por la caída de los rendimientos de la deuda soberana alemana, reflejo de una huida hacia la calidad, los niveles actuales siguen ofreciendo un atractivo carry trade.





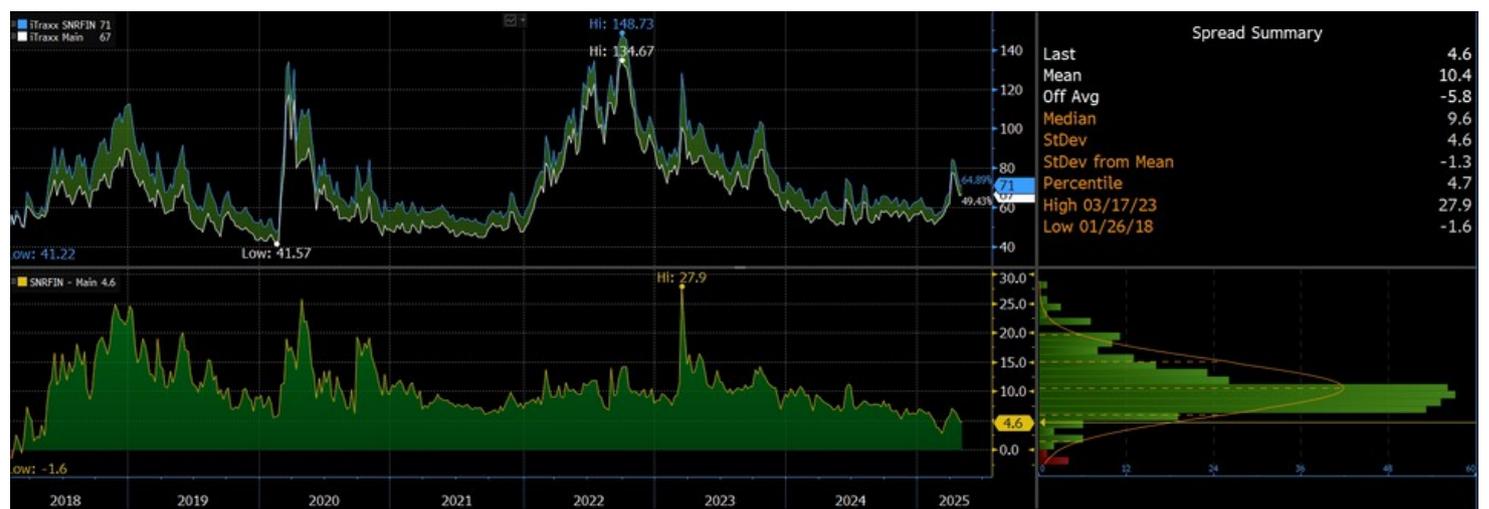
Fuente: Bloomberg

Además, las primas de refinanciación, el diferencial entre los rendimientos y los cupones, han caído desde los máximos alcanzados durante las tensiones de precios hasta 83 puntos básicos para el alto rendimiento y 62 puntos básicos para el grado de inversión. Es probable que esta relajación facilite las condiciones netas de emisión en los mercados primarios. Por último, el coeficiente de rentabilidad de equilibrio entre el high yield y el investment grade ha seguido mejorando y se aproxima actualmente a un factor de 3. Esto confirma el atractivo relativo del segmento high yield, estructuralmente menos expuesto a los riesgos vinculados a la política de precios, opinión ampliamente compartida en nuestra última encuesta entre inversores.

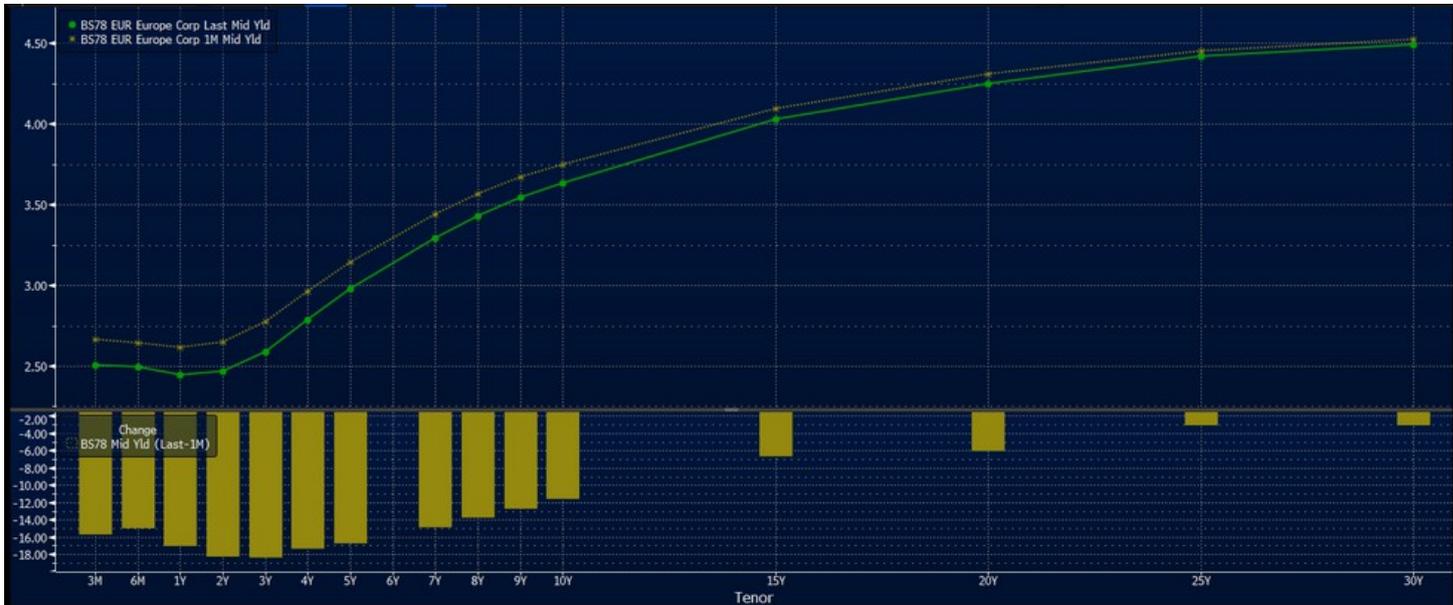


Fuente: Bloomberg

La corrección del crédito vinculada a las tensiones arancelarias tiende a atenuar la diferenciación entre los índices y en el interior de ellos. El ratio Crossover/Main cayó a 5,11 desde 5,43, en línea con nuestras expectativas, ya que los aranceles afectaron más a los grandes valores exportadores europeos. La dispersión del Crossover aumento bruscamente, reflejando un cambio del riesgo idiosincrático a un mayor riesgo sistémico. Al mismo tiempo, los volúmenes en el iTraxx alcanzaron niveles récord, lo que refleja una preferencia por la cobertura a través de derivados en lugar de vender bonos ilíquidos. El diferencial entre el sector financiero y el principal alcanzó un mínimo de 2,8 puntos básicos antes de repuntar ligeramente, ya que los valores financieros no se vieron afectados por las medidas arancelarias. El diferencial entre el CDX IG y el principal volvió a situarse en terreno positivo por primera vez en tres años, ya que las medidas arancelarias parecieron penalizar aún más a la economía estadounidense. Las distorsiones entre los índices y los valores subyacentes alcanzaron niveles históricamente positivos, resultado de una intensificación de las estrategias de cobertura sistémica, ya que los índices obtuvieron peores resultados que los bonos individuales. Por último, la base se deterioró aún más, con los diferenciales de los CDS superando al mercado al contado.



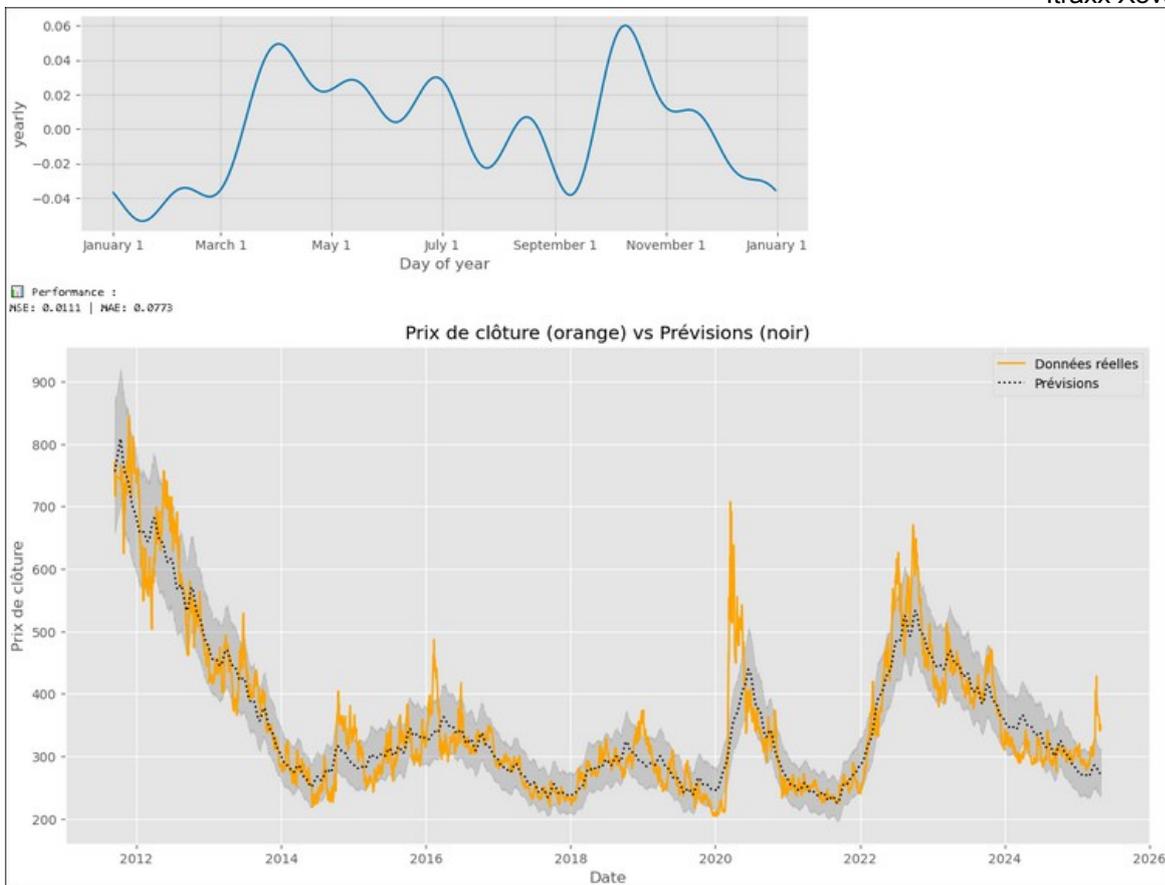
EUR IG Corporate Curva de rendimientos Hoy - 1 mes



Fuente: Bloomberg

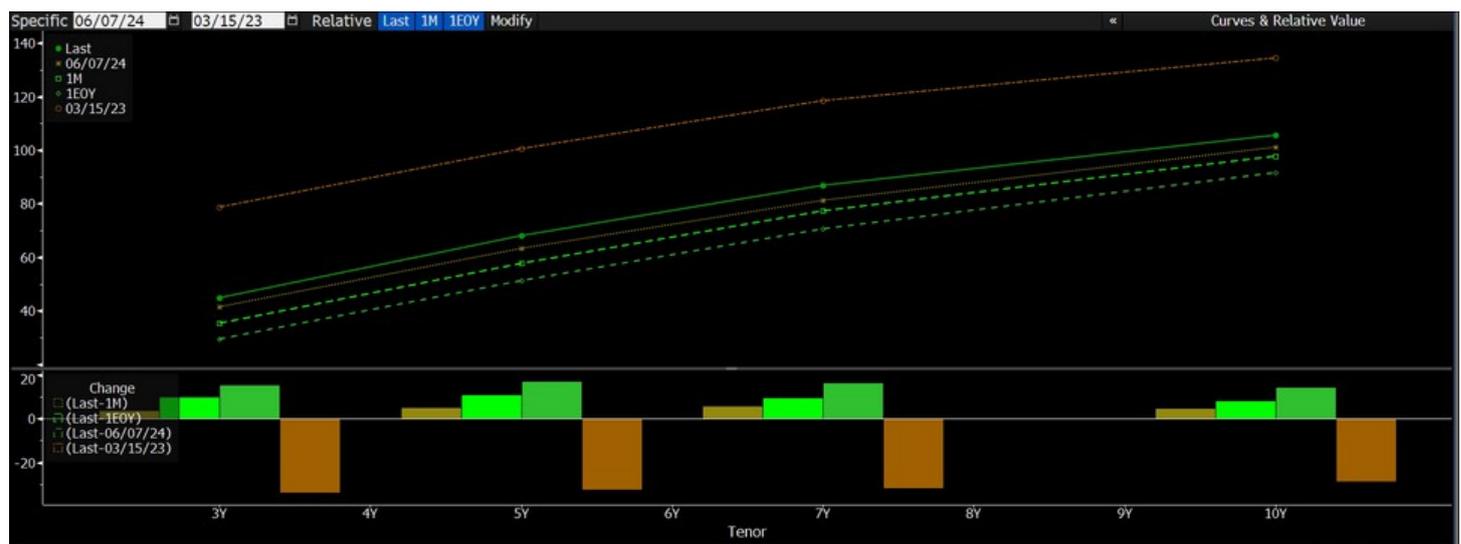
El análisis comparativo con el mes anterior (línea amarilla discontinua) pone de relieve un estrechamiento general de los diferenciales con una caída significativa de los rendimientos, sobre todo en los vencimientos entre 3 y 10 años. Las barras del histograma confirman este descenso con ajustes que oscilan entre -5 y -15 puntos básicos. Este movimiento refleja un renovado apetito por el crédito corporativo en la eurozona, apoyado por las expectativas de políticas monetarias más acomodaticias.

Itraxx Xover



En el Main, se observó una significativa relajación en torno al 9 de abril, con un endurecimiento global de unos 10 puntos básicos en un solo día tras la suspensión de las medidas arancelarias estadounidenses. A pesar de este descenso, los diferenciales del Main se mantienen muy por encima de sus niveles de finales de año.

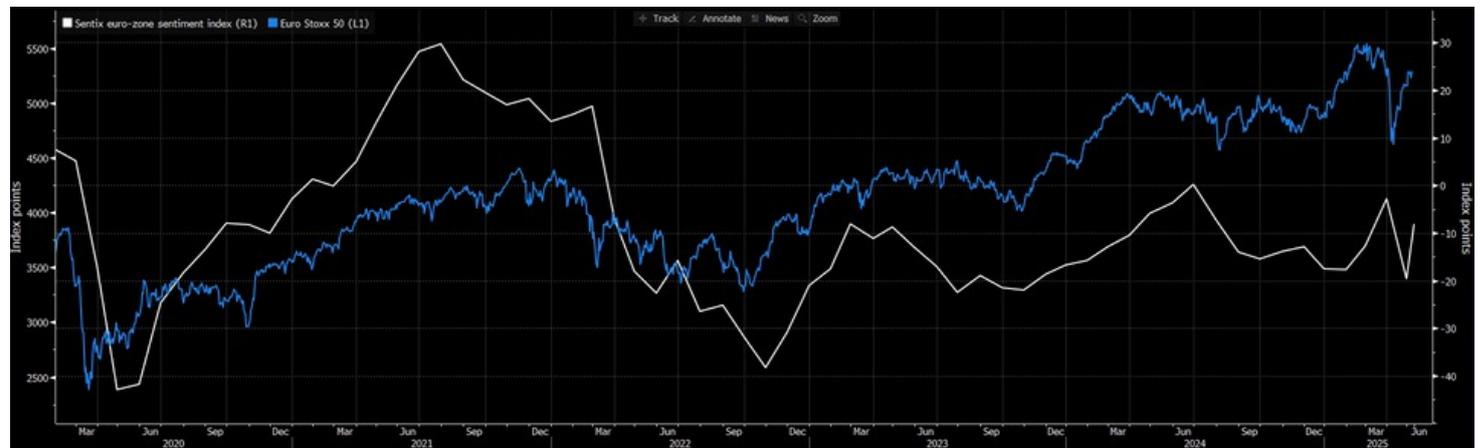
En este contexto de mayor tensión, la estructura de la curva ha cambiado: las relaciones entre los segmentos 3-5 años y 5-10 años se han contraído fuertemente en comparación con el mes pasado. La relación 3s-5s se sitúa ahora en 1,42 (frente a 1,67 anteriormente), mientras que la relación 5s-10s ha bajado de 1,74 a 1,43 (un movimiento particularmente llamativo en la curva). Esperamos que la curva se empine aún más, en línea con el mercado al contado, si se confirma la pausa en las represalias arancelarias europeas. Además, la esperada bajada de tipos del BCE este mes debería jugar a un mayor estrechamiento de los diferenciales a corto .





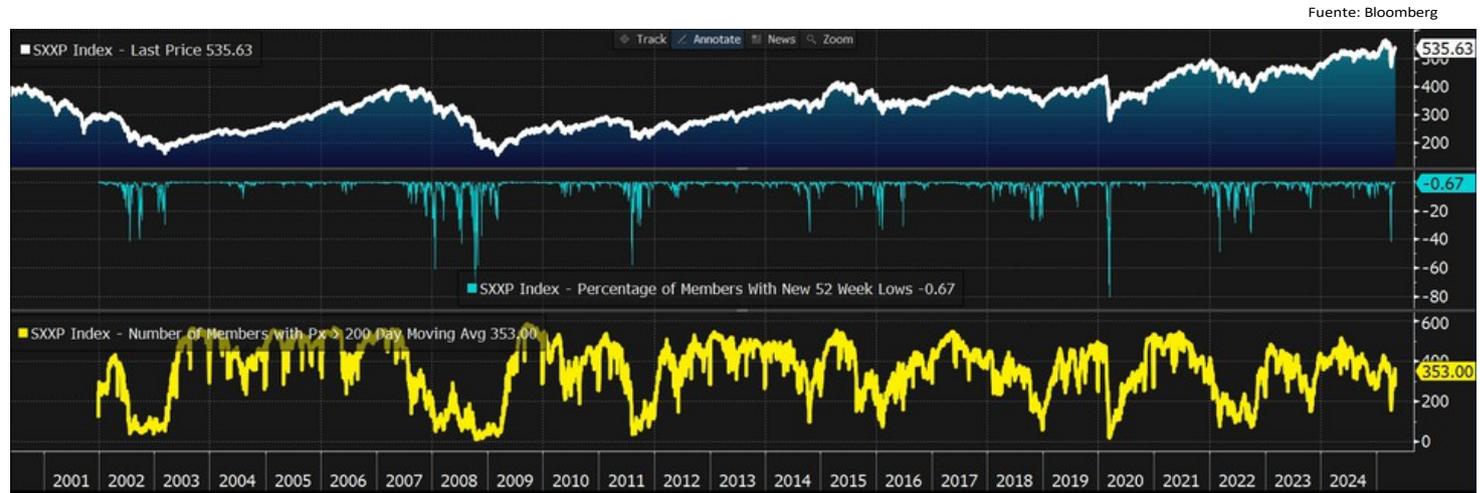
JVR INVEST
GET HIGHER

III- a-Mercados europeos



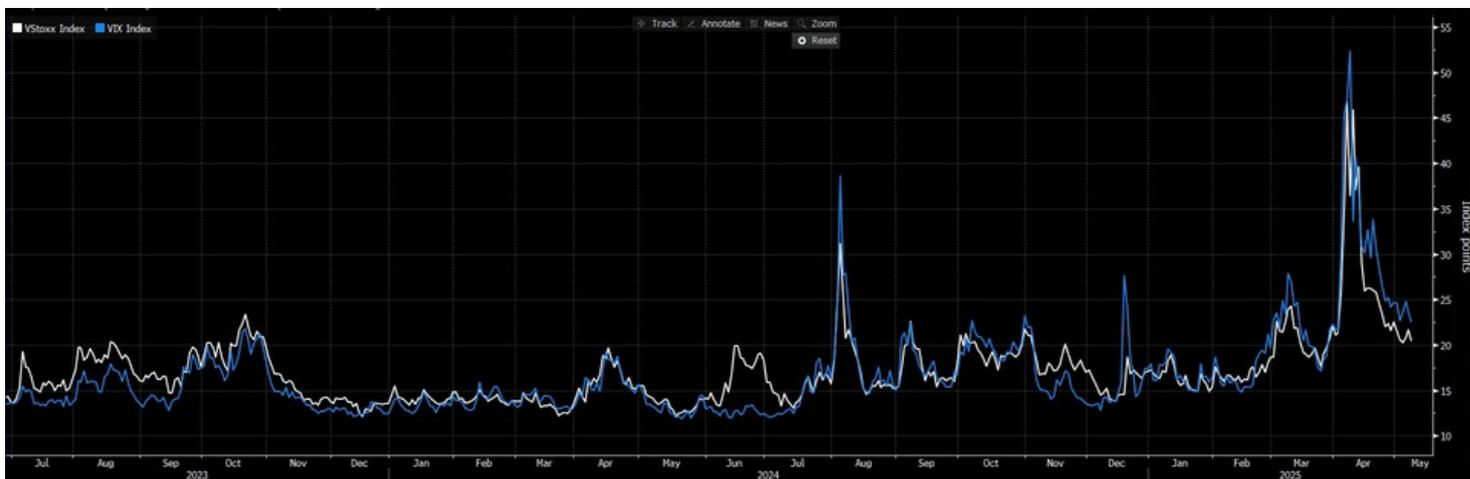
Fuente: Bloomberg

Los inversores están recuperando la confianza en los mercados europeos como en Estados Unidos. Así lo confirma el nivel indicador de sentimiento Sentix, que ha acompañado el repunte iniciado a finales de abril.



Fuente: Bloomberg

La mayoría de las empresas del Stoxx se han recuperado de sus mínimos .



Una comparación del Vix y el Vstoxx muestra que los mercados europeos se recuperan mucho más rápidamente que en Estados Unidos.

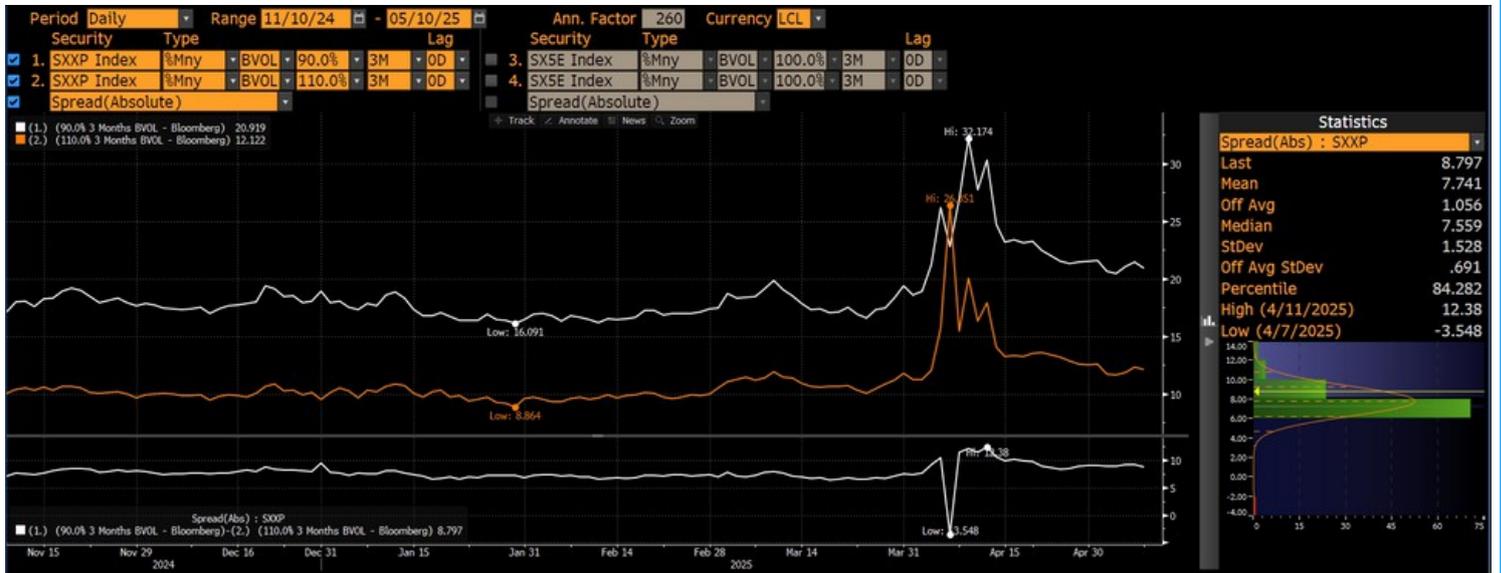
Lots	Notional	Max Strike	Max Expiry	P/C Ratio	Delta	Gamma	Vega
815,470	22B EUR	500	20 Jun 25	2.24	-743M EUR	763M EUR	19M EUR

Strike	09-May-25	16-May-25	23-May-25	30-May-25	06-Jun-25	13-Jun-25	20-Jun-25	30-Jun-25	18-Jul-25	31-Jul-25	19-Sep-25
Total	21.8B	26.8k	3.6B	1.1M	53.6k	0	12.6B	0	17.9M	0	5.7B
520	1.2B	0	170M	0	0	0	799.6M	0	535.6k	0	269.6M
522.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	--
525	386.4M	0	0	0	0	0	129M	0	0	0	257.4M
527.5	31.8M	0	31.8M	0	0	0	0	0	0	0	--
530	324.7M	0	13.4M	0	0	0	212.9M	0	0	0	98.3M
532.5	2.7M	0	2.7M	0	0	0	26.8k	0	0	0	--
535	197.7M	26.8k	0	0	0	0	197.7M	0	0	0	0
537.5	2.7M	0	2.7M	0	26.8k	0	0	0	0	0	--
540	657.4M	0	85.5M	0	26.8k	0	531.3M	0	0	0	40.5M
542.5	71.9M	0	71.9M	0	0	0	0	0	0	0	--
545	274.6M	0	107.3M	1.1M	0	0	126M	0	0	0	40.2M
547.5	535.6k	0	508.8k	0	0	0	26.8k	0	0	0	--
550	1.3B	0	482.4M	0	0	0	656.6M	0	0	0	169.5M
552.5	53.6k	0	53.6k	0	0	0	0	0	0	0	--
555	56.2M	0	0	0	0	0	56.2M	0	0	0	--
557.5	399.6M	0	133.9k	0	0	0	399.5M	0	0	0	--

Fuente: Bloomberg

Este cuadro muestra la situación de las opciones sobre el STOXX 600. El volumen se concentra especialmente en torno al 20 de junio de 2025 (12 600 millones), lo que sugiere una fecha límite importante para el mercado. Los importes comprometidos en torno a los niveles 520 a 550 son significativos, y la atención parece cristalizarse en torno al nivel de 500 puntos, considerado como un ancla o punto de inflexión por muchos operadores. La relación entre opciones de venta y opciones de compra está claramente desequilibrada a favor de las opciones de venta, lo que indica cierto nerviosismo o, como mínimo, la necesidad de protegerse contra una posible caída del índice. Esta actitud prudente se refleja también en la delta negativa global, que refleja una exposición a la baja.

Por otra parte, las posiciones agregadas son más sensibles a los movimientos rápidos del mercado, como muestra una gamma elevada, mientras que la sensibilidad a la volatilidad implícita sigue siendo relativamente baja. En general, esto refleja un mercado cauteloso, en el que los inversores favorecen la protección o las apuestas defensivas en un entorno incierto. Parece que los inversores buscan asegurar ciertos niveles de precios clave o protegerse contra una caída de aquí al verano.



Fuente: Bloomberg

Este gráfico muestra la evolución de la volatilidad implícita a 3 meses del SXXP en dos niveles de dinero: opciones de protección (puts al 90% del spot, en blanco) y calls out-of-the-money (en naranja). La diferencia entre ambos da una medida del sesgo, que se muestra a continuación. Existe una prima persistente en las opciones de venta, lo que refleja una fuerte demanda de cobertura a la baja. El sesgo se sitúa actualmente en 8,8,% muy por encima de su media histórica, lo que indica una percepción de riesgo asimétrico. Este entorno es especialmente favorable para las estrategias que explotan esta distorsión de la volatilidad, como los diferenciales de venta.



III- b- Mercados americanos.

Strike	Total	08-May-25	09-May-25	12-May-25	13-May-25	14-May-25	15-May-25	16-May-25	19-May-25	20-May-25	21-May-25	22-May-25	23-May-25	27-May-25	28-May-25	29-May-25	30-May-25	02
Total	1.2T	17.8B	41.1B	13.9B	5B	7.9B	4.8B	191B	3.5B	2.2B	3B	1.1B	13.8B	1.8B	2.7B	1.5B	40.5B	
5590	7.5B	189.8M	683.1M	77.7M	69.8M	64.8M	56.9M	1.3B	24.8M	14.1M	7.9M	23.1M	176.8M	37.2M	41.7M	2.3M	234.3M	
5595	3.8B	201.6M	406.6M	33.8M	58.6M	20.3M	34.9M	550.2M	15.2M	6.8M	29.8M	3.9M	13M	2.3M	0	--	213.4M	
5600	120B	1.1B	2.7B	408.8M	207.8M	919.6M	824.4M	26.7B	348.6M	100.8M	1.2B	154.9M	714M	139.1M	121.1M	43.9M	2.6B	
5605	3.5B	107.6M	249.5M	85M	194.3M	12.4M	40M	601.4M	21.4M	7.3M	2.8M	2.3M	4.5M	563.1k	0	--	169.5M	
5610	6.3B	218.5M	520.9M	315.4M	79.4M	69.8M	47.9M	1.3B	32.7M	16.9M	19.7M	10.1M	91.2M	10.7M	37.7M	7.9M	233.1M	
5615	5.1B	361M	208.4M	128.4M	72.6M	18M	25.3M	405.5M	32.1M	35.5M	6.8M	0	18.6M	9M	0	--	144.7M	
5620	11.2B	235.4M	1.7B	141.3M	87.3M	50.1M	65.9M	1.4B	24.2M	42.2M	7.9M	16.9M	209.5M	14.6M	11.3M	8.4M	511.9M	
5625	41.8B	1.3B	908.3M	239.3M	61.4M	47.3M	327.2M	6.7B	11.8M	67.6M	26.5M	41.7M	935.9M	82.8M	27M	6.2M	1.4B	
5630	13.2B	1.3B	770.4M	255.7M	52.4M	28.2M	78.8M	1.9B	41.1M	99.7M	19.1M	10.7M	--	19.7M	16.3M	5.6M	413.9M	
5635	8.3B	428M	452.8M	89M	49.6M	15.2M	26.5M	466.3M	58.6M	14.6M	9M	22.5M	49.6M	3.4M	0	--	3.2B	
5640	10.4B	126.7M	895.9M	411.1M	48.4M	29.8M	49.6M	1.6B	25.9M	22.5M	15.2M	11.8M	136.8M	25.3M	14.6M	15.8M	423.5M	
5645	7.7B	491.6M	603.1M	107M	16.3M	20.3M	6.2M	793.4M	13M	5.1M	1.7M	1.1M	24.8M	563.1k	0	--	68.7M	
5650	123.6B	756.8M	2.7B	707.9M	90.7M	1.1B	241M	16.9B	344.1M	45.6M	60.3M	37.2M	1.8B	384.6M	85.6M	27M	3.5B	
5655	8.4B	132.9M	195.4M	122.8M	19.7M	15.2M	6.8M	461.2M	51.2M	7.3M	563.1k	1.7M	138.5M	9M	0	--	135.2M	
5660	9.6B	148.1M	761.3M	100.2M	301.3M	34.4M	42.2M	1.3B	54.1M	29.8M	15.8M	9.6M	--	30.4M	15.2M	2.8M	503.4M	
5665	9.8B	224.1M	580.6M	110.9M	25.9M	53.5M	70.4M	859.9M	52.4M	4.5M	1.1M	0	8.4M	563.1k	0	--	128.4M	
5670	13.6B	256.8M	455.6M	191.5M	29.3M	926.9M	64.2M	1.6B	43.4M	25.3M	14.1M	18M	346.9M	36M	4.5M	92.9M	337.3M	
5675	20.8B	282.1M	794M	710.1M	482.6M	745.6M	49.6M	4.2B	57.4M	33.2M	46.2M	27M	523.1M	21.4M	29.8M	14.1M	846.4M	
5680	10.1B	132.9M	1.6B	167.2M	41.7M	22M	37.7M	1.4B	32.7M	6.8M	16.9M	11.3M	85.6M	10.1M	10.1M	6.8M	166.1M	
5685	5.9B	189.2M	319.3M	85M	24.8M	17.5M	17.5M	971.4M	7.9M	50.7M	2.3M	0	11.3M	0	0	--	126.7M	
5690	11B	148.1M	686.5M	87.3M	55.2M	36M	60.8M	2.3B	25.9M	10.7M	41.7M	24.2M	77.7M	4.5M	28.7M	13.5M	426.3M	
5695	8.9B	78.8M	188.6M	41.7M	41.7M	17.5M	25.3M	590.7M	3.4M	16.9M	0	563.1k	2.8M	563.1k	--	--	167.8M	

Fuente: Bloomberg

Los niveles de interés abierto más importantes para las opciones ODTE se concentran en torno a 5600pts y 5650pts para el S&P500.

Strike	Total	08-May-25	09-May-25	12-May-25	13-May-25	14-May-25	15-May-25	16-May-25	19-May-25	20-May-25	21-May-25	22-May-25	23-May-25	27-May-25	28-May-25
Total	3.7B	3.1B	227.5M	93.5M	53.5M	29.3M	20.8M	53.5M	3.4M	1.1M	76M	13M	0	22.5M	0
5585	46.2M	33.8M	3.4M	0	0	2.8M	6.2M	0	0	0	0	0	0	0	0
5590	86.7M	83.3M	3.4M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5595	81.1M	64.8M	10.1M	1.1M	0	1.1M	2.8M	1.1M	0	0	0	0	0	0	0
5600	264.7M	199.3M	8.4M	20.8M	11.8M	1.1M	4.5M	6.2M	563.1k	0	8.4M	0	0	0	0
5605	42.2M	37.2M	3.9M	563.1k	0	0	0	563.1k	0	0	0	0	0	0	0
5610	58.6M	54.1M	2.8M	0	0	563.1k	1.1M	0	0	0	0	0	0	0	0
5615	60.3M	58.6M	563.1k	0	0	1.1M	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5620	46.7M	39.4M	2.8M	2.3M	0	2.3M	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5625	68.1M	56.3M	3.9M	2.3M	2.3M	2.3M	0	563.1k	0	0	0	0	0	0	0
5630	185.8M	140.8M	6.8M	1.1M	2.3M	0	0	563.1k	0	0	22.5M	0	--	11.3M	0
5635	58.6M	48.4M	3.9M	2.8M	3.4M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5640	80M	69.3M	5.1M	2.3M	3.4M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5645	56.3M	44.5M	1.7M	1.7M	2.8M	2.8M	2.8M	0	0	0	0	0	0	0	0
5650	162.7M	123.9M	7.9M	1.1M	9M	2.8M	2.8M	12.4M	563.1k	0	0	0	0	0	0
5655	68.7M	52.9M	14.1M	1.1M	0	0	0	563.1k	0	0	0	0	0	0	0
5660	56.3M	42.2M	11.3M	2.8M	0	0	0	0	0	0	0	0	--	0	0
5665	40M	29.3M	7.9M	1.1M	0	0	0	563.1k	0	0	0	0	0	0	0
5670	59.7M	46.7M	0	1.1M	1.1M	0	0	563.1k	0	0	0	9.6M	0	0	0
5675	41.7M	38.3M	0	0	563.1k	0	0	2.8M	0	0	0	0	0	0	0
5680	92.4M	76M	16.3M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5685	12.4M	6.8M	4.5M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
5690	5.6M	5.6M	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

Fuente: Bloomberg

La demanda de puts sigue siendo fuerte a medida que sube el S&P. Los operadores aprovechan la subida para aumentar su nivel de protección. Esto también se refleja en el diferencial Moneyneess y, por tanto, en el Skew de la tabla siguiente.

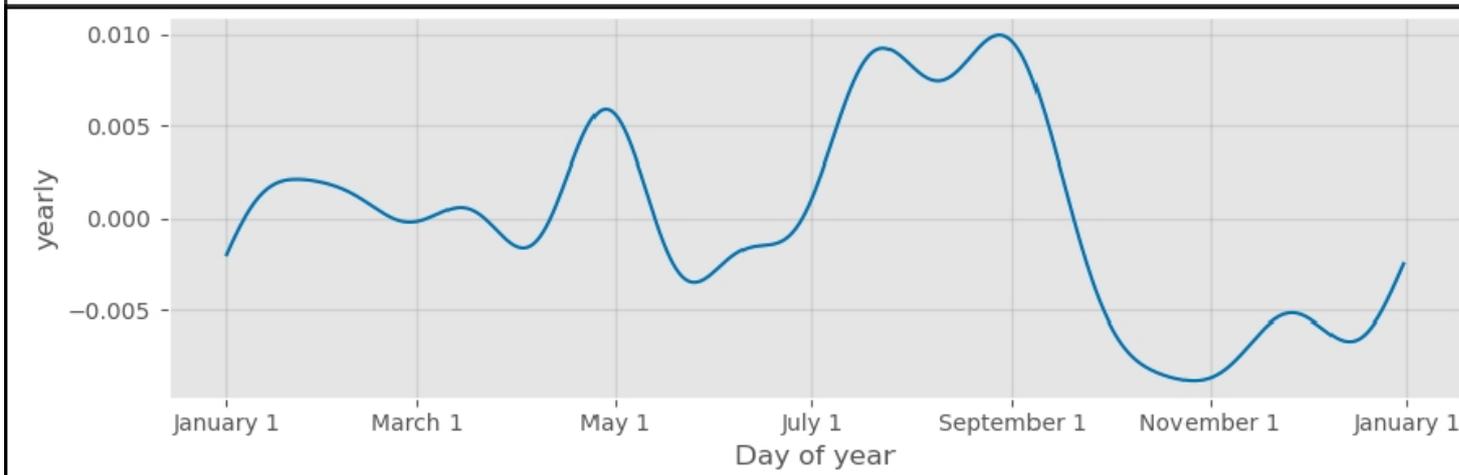
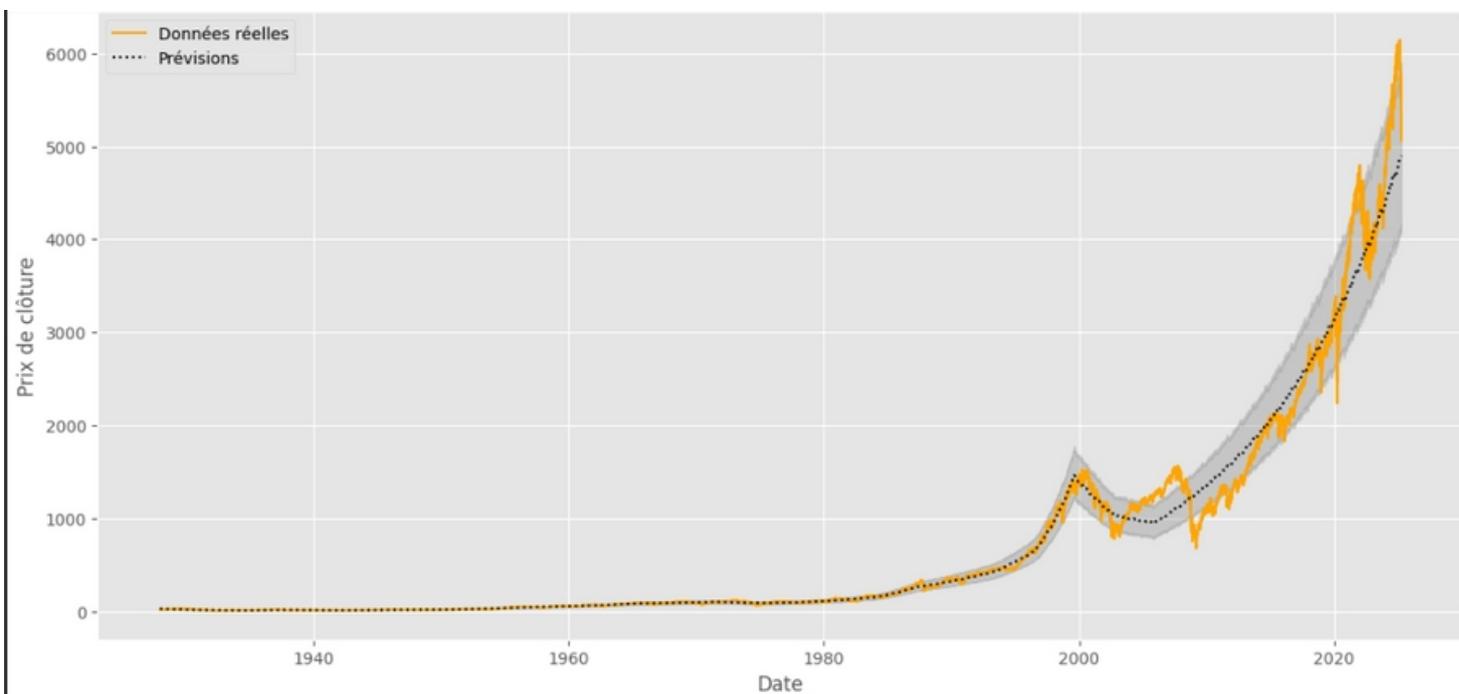
En efecto, el S&P 500 presenta actualmente un marcado diferencial de valoración entre las opciones al 90% y al 110% del contado. Esta diferencia, que asciende a más de 11,2 puntos, refleja un importante desequilibrio en la estructura de precios de las opciones según su grado de "moneyness". En concreto, las primas de las opciones de venta situadas un 10% por debajo del precio son significativamente superiores a las de las opciones de compra equivalentes fuera de la divisa, lo que refleja una fuerte demanda de protección frente a una posible corrección. Esta asimetría se produce en un contexto en el que el mercado sigue nervioso, con los inversores buscando cubrir sus apuestas y acudiendo en masa a las puts, desequilibrando así la curva de precios. La zona de 5000 pts sigue siendo un fuerte ancla técnica, sobre todo porque el vencimiento más negociado sigue siendo el 20 de junio de 2025. En este contexto, la actual estructura monetaria adquiere una dimensión estratégica: no sólo indica aversión al riesgo, sino también una concentración de escenarios en torno a umbrales técnicos claramente identificados. En comparación con otros índices, este desfase de valoración en el S&P 500 es especialmente pronunciado. Los mercados europeos y asiáticos muestran curvas de monetarización más equilibradas, con menos distorsión entre opciones OTM alcistas y bajistas. Esto subraya hasta qué punto los operadores ven ahora a Estados Unidos como el centro neurálgico de sus mercados.

Fuente: Bloomberg

Underlying	90% Implied		110% Implied		3M 90% - 110% Spread						
	Vol	Chg	Vol	Chg	Spread	Chg	Low	Range	High	Avg	PCTL
1) North/Latin America											
11) DOW JONES INDU AVG	23.39	-.60	13.98	-.06	9.42	-.54	6.99		13.36	8.70	69.51
12) S&P 500 INDEX	26.13	-.75	14.89	-.60	11.24	-.15	8.26		13.81	10.40	76.83
13) NASDAQ 100 STOCK INDX	29.95	-.71	20.26	-.18	9.69	-.53	6.39		12.32	8.92	77.64
14) RUSSELL 2000 INDEX	29.09	-1.19	21.48	-.59	7.61	-.60	2.84		10.32	5.61	84.96
15) S&P/TSX 60 INDEX	21.87	.32	12.78	.85	9.09	-.52	5.44		13.02	9.13	42.80
16) Cboe Volatility Index	71.02	-1.52	85.00	-1.34	-13.98	-.18	-16.60		-10.88	-13.28	23.17
2) Europe/Africa/Middle East											
21) Euro Stoxx 50 Pr	24.01	.47	14.66	.43	9.34	.04	-1.62		12.54	8.04	89.92
22) FTSE 100 INDEX	19.55	.48	11.18	.50	8.37	-.02	4.32		10.05	6.99	91.53
23) CAC 40 INDEX	23.37	.54	14.63	.48	8.74	.05	6.30		11.59	7.82	85.89
24) DAX INDEX	25.73	.35	16.16	.47	9.57	-.12	-2.72		11.89	8.32	89.75
25) AEX-Index	21.26	.49	13.49	.39	7.77	.10	5.83		10.09	6.86	88.31
26) OMX STOCKHOLM 30 INDEX	23.04	.18	16.22	.34	6.82	-.16	4.43		7.84	6.03	84.71
27) SWISS MARKET INDEX	21.15	.47	12.65	.36	8.49	.11	3.92		9.93	6.13	90.50
28) FTSE/JSE TOP 40 Jun25	18.15	.15	14.48	.22	3.67	-.07	-.88		9.98	4.79	11.98
29) ESTX Banks (EUR) Pr	30.55	.06	23.47	.10	7.08	-.04	4.00		10.41	6.35	76.21
3) Asia/Pacific Rim											
31) NIKKEI 225	26.50	-.67	19.36	-.24	7.14	-.42	-1.83		11.80	6.00	71.85
32) HANG SENG INDEX	26.38	-.29	25.24	-.15	1.14	-.15	-3.36		5.50	-.26	81.93
33) S&P/ASX 200 INDEX	19.52	.27	10.52	-.01	9.01	.28	5.57		13.09	7.69	79.27
34) KOSPI 200 INDEX	22.79	-.16	15.73	-1.16	7.06	.99	2.67		9.22	4.61	90.34
35) Nifty 50	20.76	3.81	12.46	.58	8.30	3.23	.19		8.30	4.35	98.05



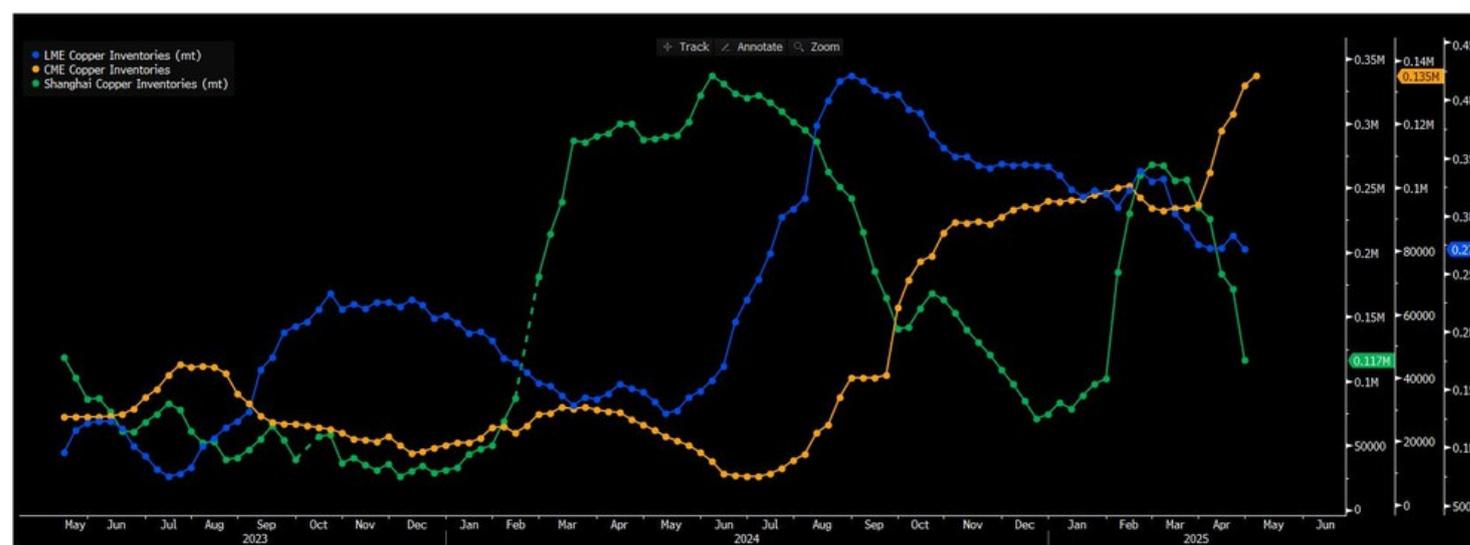
JVR INVEST
GET HIGHER



IV. Metales comunes y metales preciosos

- Cobre.

Las reservas de cobre en Shanghái y en la Bolsa de Metales de Londres se han desplomado en últimas semanas, mientras que, al mismo tiempo, las acciones estadounidenses en la Bolsa Mercantil de Chicago se han disparado. Este repunte se explica por la anticipación de un nuevo arancel del 25% sobre el cobre anunciado por la administración Trump, tras los ya aplicados al acero y al aluminio. Este desequilibrio podría penalizar tanto a China como a los países que dependen de sus exportaciones de cobre, sobre todo en los sectores de la automoción, la tecnología y las energías verdes.



Fuente: Bloomberg

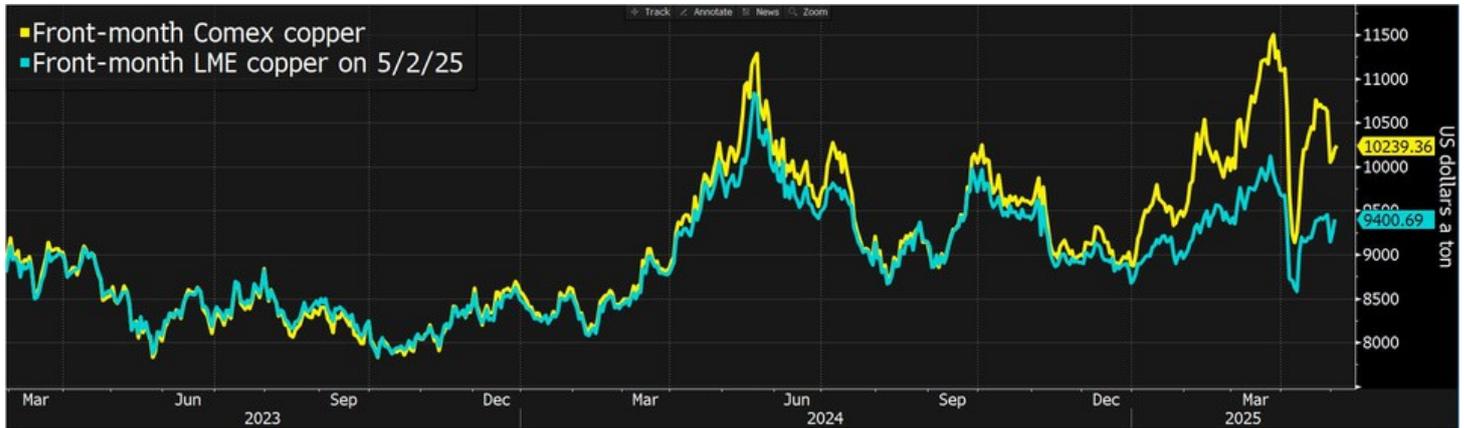
Además, los operadores que apostaron fuerte enviando cobre a Estados Unidos antes de que entraran en vigor los aranceles de Donald Trump se encuentran ahora en medio de un desafío. El mercado del cobre se puso completamente patas arriba en enero, cuando el presidente estadounidense mencionó estos impuestos a la importación. La reciente noticia de que podrían aplicarse en las próximas semanas, y no en varios meses como se pensaba anteriormente, ha creado una nueva ola de incertidumbre.

En el Comex de Nueva York, los contratos de futuros subieron el miércoles a niveles históricos, mientras que los precios de la Bolsa de Metales de Londres registraron un descuento récord respecto a los del mercado estadounidense. Esta diferencia cada vez mayor podría haber permitido a los compradores internacionales obtener pingües márgenes enviando rápidamente sus cargamentos a Estados Unidos antes de la fijación de precios, aprovechando los precios inicialmente más bajos.

Sin embargo, la aceleración del calendario de la administración podría acarrear fuertes pérdidas: si los buques llegan después de la introducción de los impuestos, el cobre importado sería mucho menos rentable, o incluso deficitario. Hasta ahora, el mercado contaba con varios meses de margen para transportar el metal desde América Latina, África o Asia, pero la introducción más rápida de los derechos está alterando este esquema y obligando a los operadores a revisar sus previsiones.



JVR INVEST
GET HIGHER



El gráfico compara la evolución de los precios del cobre en Comex a un mes (curva amarilla) y en la LME (curva azul) desde principios de 2023 hasta mayo de 2025. Los dos mercados muestran tendencias ampliamente sincronizadas, con una fuerte subida a principios de 2024, seguida de una corrección y luego una recuperación en 2025. Sin embargo, en 2025 aparece una brecha significativa: el Comex alcanza los 10.239,36 dólares por tonelada frente a los 9.400,69 dólares del LME, una prima de casi 840 dólares. Este diferencial refleja el problema del calendario de introducción de los impuestos sobre el cobre.





Fuente: Bloomberg

Desde principios de 2025, los precios del cobre han mostrado un marcado contraste con los dos años anteriores. El estancamiento observado entre 2022 y 2023, caracterizado por la inercia de los precios y la vacilación general del mercado, ha dado paso a un claro impulso al alza. Esta recuperación se ha visto apuntalada por un entorno macroeconómico cambiante, en el que la transición energética empieza a tener un impacto tangible en la demanda física del metal.

El mercado del cobre reacciona ahora a señales que ya no son cíclicas, sino estructurales: la escasez anticipada de la oferta, la creciente complejidad de los proyectos mineros, las tensiones geopolíticas en determinadas zonas estratégicas de producción y, al mismo tiempo, un aumento constante de las necesidades industriales, sobre todo en los sectores vinculados a la descarbonización. La combinación de estos factores ha creado una base sólida sobre la que se asienta la tendencia actual.

A este ritmo, y si los parámetros vigentes se mantienen sin grandes alteraciones, bien podríamos ver cómo el cobre se adentra en una nueva zona de valoración durante el resto del año. Los niveles históricos están a punto de revisarse y la hipótesis de una superación sostenida del umbral de 5,50 \$/lb ya no es teórica. Lo que estamos viendo en este momento es algo más que un repunte cíclico: puede ser el comienzo de un cambio duradero hacia un régimen de precios más altos, como parte de una transformación más amplia del sistema económico mundial.

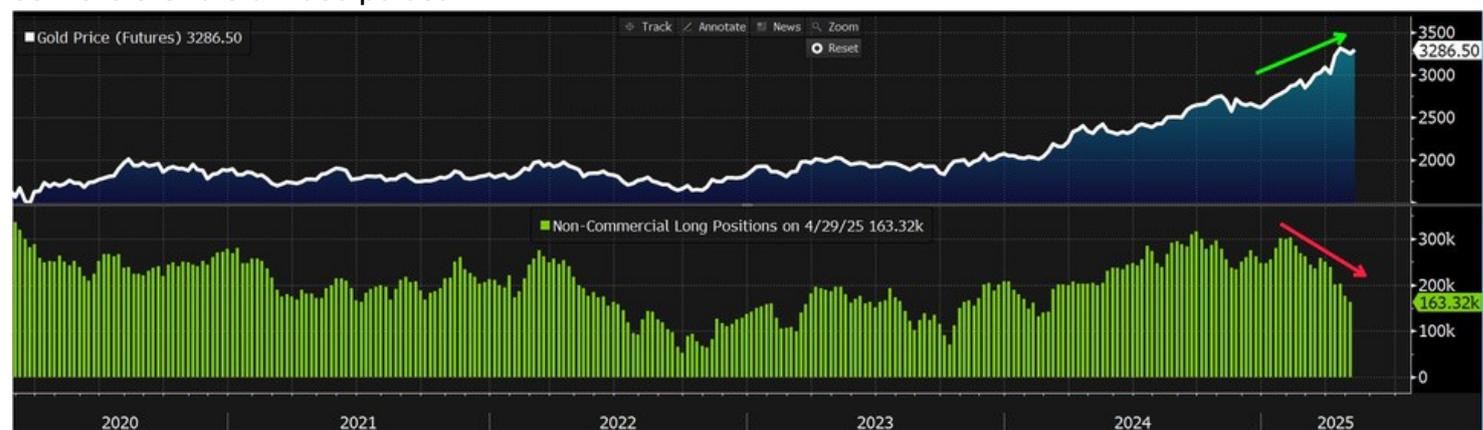
- Oro.

El oro vuelve a subir tras dos semanas consecutivas a la baja por primera vez este año. Los mercados mantienen la cautela ante la incertidumbre que rodea al comercio internacional y a la economía estadounidense: se espera una decisión de la Reserva Federal esta semana.

El precio del metal amarillo volvió a superar los 3.260 dólares la onza, tras perder un 2,4% la semana anterior. Se espera que la Fed mantenga los tipos sin cambios en sus reuniones del martes y el miércoles, a pesar de las renovadas críticas de Donald Trump. El presidente estadounidense dijo que las cifras de empleo, consideradas sólidas, no justificaban tanta contención de la política monetaria.

Desde principios de año, el oro ha subido alrededor de un 25%, alcanzando un máximo histórico de más de 3.500 dólares la onza en abril, antes de retroceder ligeramente. Este impulso alcista se ha visto alimentado por la fuerte demanda de refugio y la inestabilidad provocada por la agresiva política comercial de Washington, pero también por el apetito especulativo en China y las compras sostenidas de los bancos centrales.

Los inversores también analizaban las últimas declaraciones de Donald Trump sobre las relaciones comerciales con Pekín. El domingo por la noche, dijo que no preveía ningún intercambio directo con el presidente chino en un futuro inmediato. Sin embargo, a primera hora del día, en la cadena NBC, insinuó que en el futuro podría considerarse la posibilidad de reducir los aranceles, afirmando que su nivel actual estaba prácticamente bloqueando el comercio entre ambos países.



Fuente: Bloomberg



JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

El oro sigue subiendo, animado por un clima incertidumbre económica mundial. Pero hay un indicador técnico que llama la atención: el RSI mensual, que mide la intensidad del movimiento, supera ya los 85 puntos. Este nivel, que rara vez se ha alcanzado desde hace varias décadas, atestigua un entusiasmo quizá excesivo en el mercado. En el pasado, tales excesos han precedido a menudo a pausas temporales o retrocesos. El contexto sigue siendo favorable para el metal, sobre todo por la demanda asiática y las compras de los bancos centrales, pero a corto plazo no sería sorprendente un retroceso. Los inversores bien informados preferirán sin duda esperar a que disminuya la tensión antes de reforzar sus posiciones.

posiciones

Fuente: Bloomberg

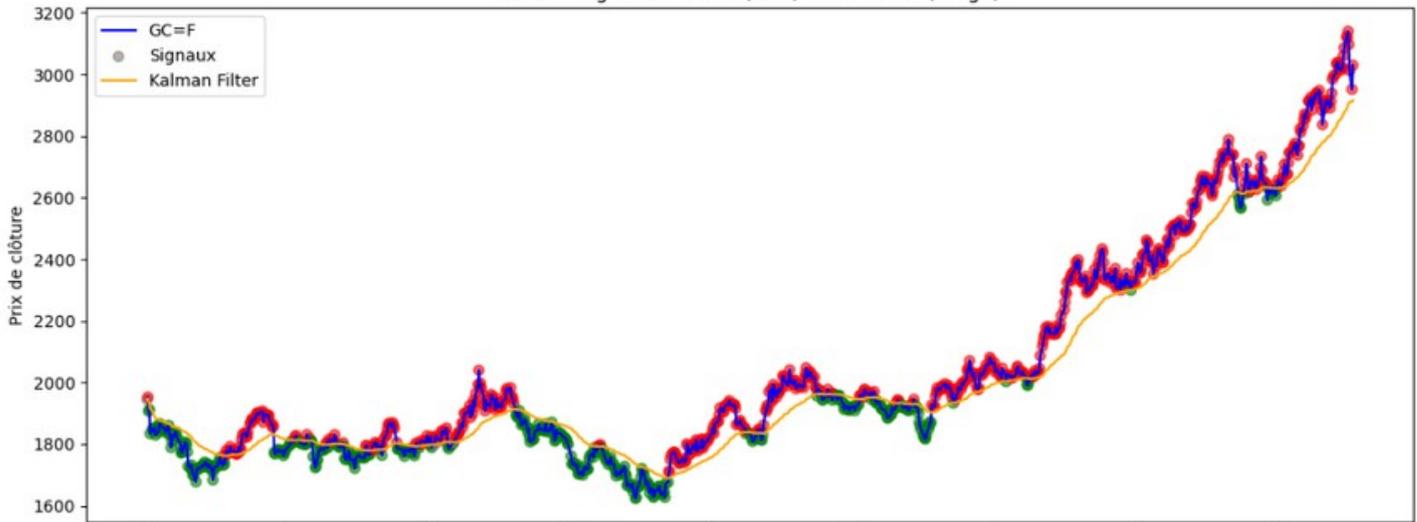


La relación oro/plata acaba de romper de nuevo la simbólica barrera de los 100, un nivel que rara vez se ha superado en la historia moderna. Este umbral, marcado por la línea rosa del gráfico, representa un importante desequilibrio entre los dos metales. Indica que ahora se necesitan más de 100 onzas de plata para igualar una sola onza de oro, una clara señal de que la plata está infravalorada en relación con el oro.

Históricamente, estos niveles extremos suelen implicar un reequilibrio, en el que la plata alcanza al oro. La última vez que la relación alcanzó tales cotas fue durante el pánico de marzo de 2020, en plena crisis del COVID, antes de retroceder bruscamente en los meses siguientes. Esto refuerza nuestro escenario de consolidación a corto plazo del metal amarillo. Un ratio tan elevado podría inducir a algunos inversores a revisar sus asignaciones en favor de la plata, con vistas a una vuelta a la media.



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



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



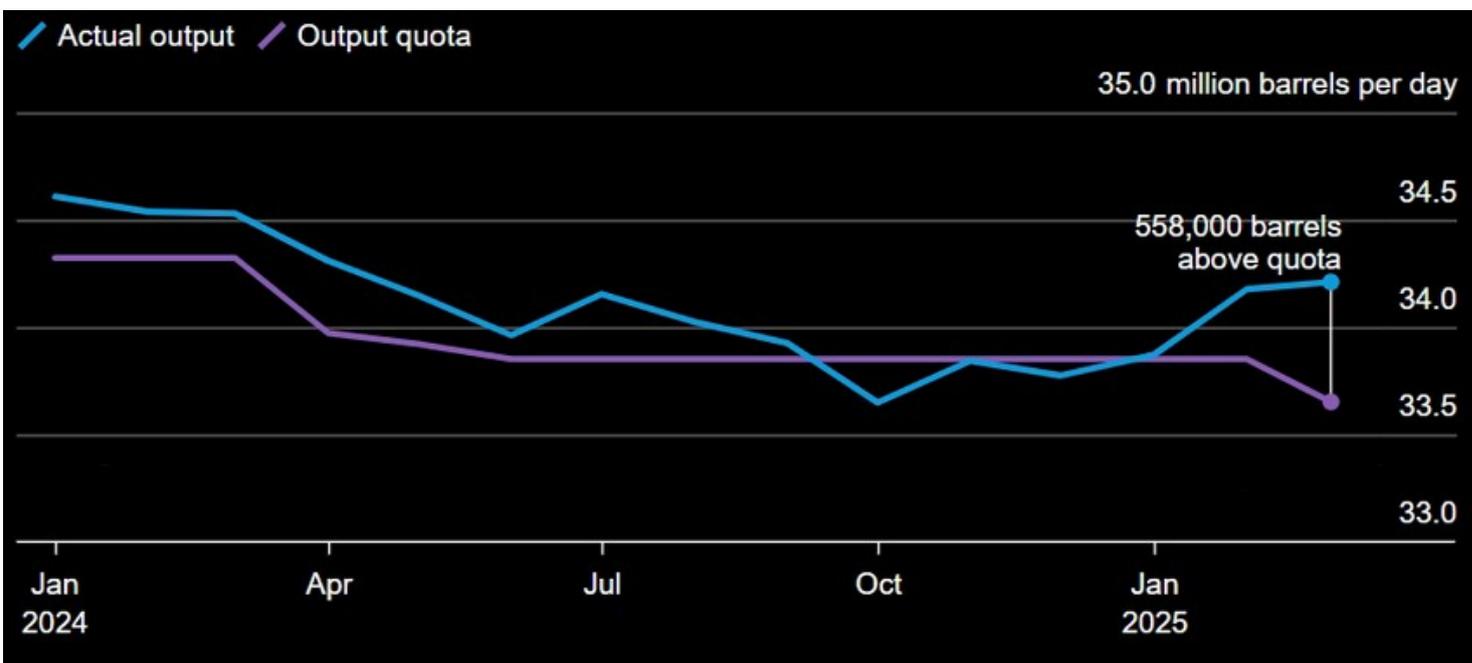
V- Energía

La presión sobre los precios del petróleo se ha intensificado en las últimas semanas, ya debilitados por la guerra comercial entre Estados Unidos y China, así como por la preocupación por la ralentización del crecimiento mundial. El crudo Brent cayó por debajo de 60 dólares el barril a principios de este mes, un nivel no visto desde hace cuatro años.

En este tenso contexto, Kazajstán destacó como principal impulsor de la sobreproducción dentro de alianza OPEP+. Su producción diaria aumentó en 16.000 barriles con respecto al mes anterior, alcanzando un récord de 1,8 millones de barriles diarios, es decir, 373.000 b/d por encima de su cuota, que por sí sola representa el 41% del excedente global dentro del grupo.

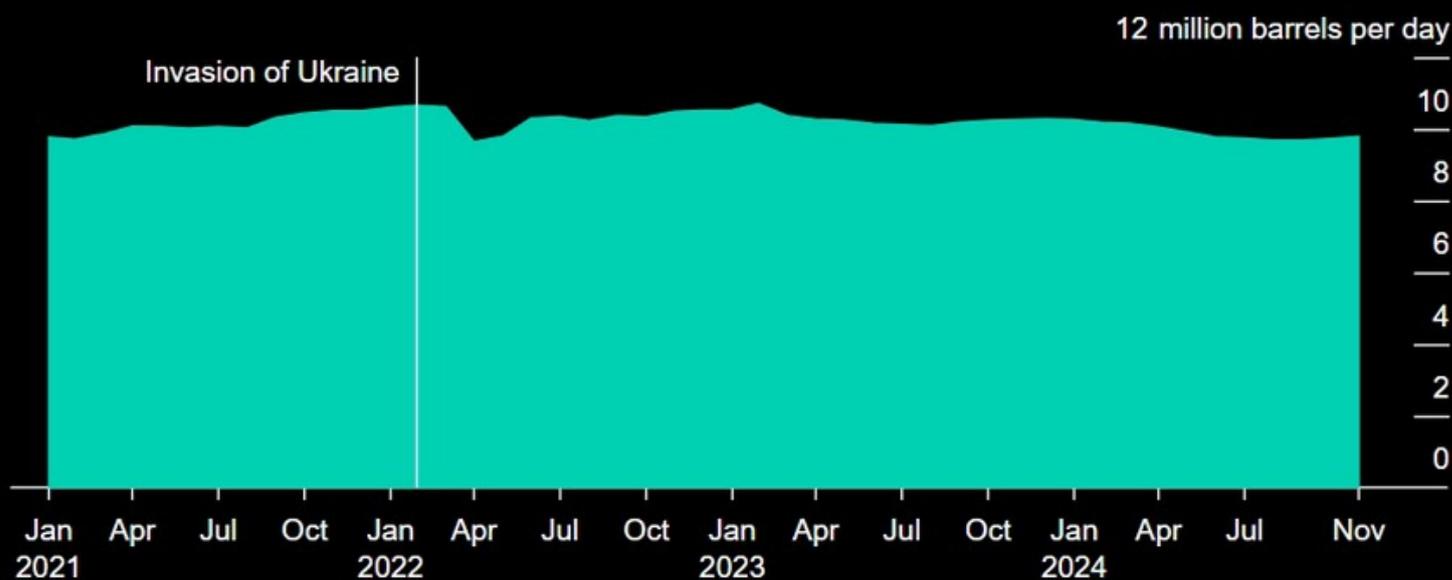
Este aumento se debe en gran parte a la expansión del yacimiento petrolífero de Tengiz. Según el viceministro kazajo de Energía, Alibek Zhamauov, la producción de Tengiz alcanzó los 901.000 barriles diarios en marzo, frente a los 600.000 a 660.000 barriles diarios anteriores. Dirigido por el consorcio Tengizchevroil, que incluye a Chevron y ExxonMobil, el proyecto no prevé recortes a corto plazo.

Hasta la fecha, más de la mitad de la producción petrolera del país corre a cargo de las grandes compañías occidentales. A pesar de dos meses consecutivos de sobrecostes, no se ha llegado a ningún acuerdo con estos socios extranjeros sobre una posible reducción. El gobierno kazajo pretende ahora entablar conversaciones específicas con algunos operadores capaces de ajustar su producción, con la esperanza de compensar el aumento de Tengiz y los excesos de las empresas internacionales.



Desde el inicio del conflicto, la producción rusa de crudo no ha disminuido significativamente, y el efecto de cualquier relajación de las sanciones sobre el suministro mundial de crudo seguiría siendo limitado, dado que Rusia ya produce por encima de las cuotas que le asigna la OPEP+. Además, el uso masivo de una "flota en la sombra" formada por cientos de petroleros que operan fuera de los radares tradicionales ha debilitado la eficacia del mecanismo de limitación del precio del petróleo ruso introducido por el G7 y la Unión Europea. Este tope, fijado actualmente en 60 dólares el barril, funciona restringiendo el acceso a los servicios financieros y de seguros de los cargamentos que superan este umbral. Sin embargo, un cambio parcial o total del régimen de sanciones probablemente alteraría los flujos comerciales. Como en el caso del GNL, el impacto dependería tanto del tipo de sanciones levantadas como de la voluntad real de Europa de reabastecerse de Rusia. A escala mundial, los efectos se dejarían sentir sobre todo en los productos refinados. Desde el embargo europeo al gasóleo ruso, la UE ha recurrido a Oriente Medio, India y Estados Unidos. El regreso del gasóleo ruso al continente supondría un factor a la baja en los precios de suministro. Hay que tener en cuenta que Rusia puede transportar su gasóleo al noroeste de Europa en menos de una semana, frente a más de un mes desde Asia o el Golfo a través del Cabo de Buena Esperanza. Suponiendo que Europa mantenga el embargo, los flujos actuales permanecerían inalterados. Sin embargo, podría surgir una nueva dinámica: los aranceles estadounidenses a las importaciones canadienses y mexicanas aumentarían el coste de abastecimiento de las refinerías estadounidenses, lo que podría repercutir en los precios de los surtidores. En ausencia de barreras comerciales, el petróleo ruso volvería a ser una opción económicamente atractiva para los productores estadounidenses de combustible de la Costa del Golfo.

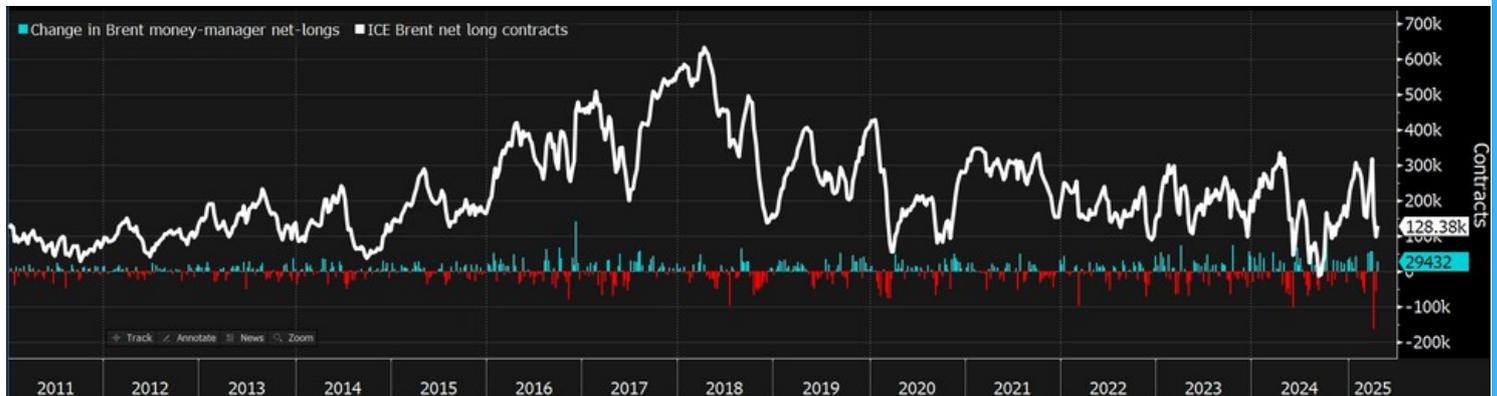
Russia crude oil production



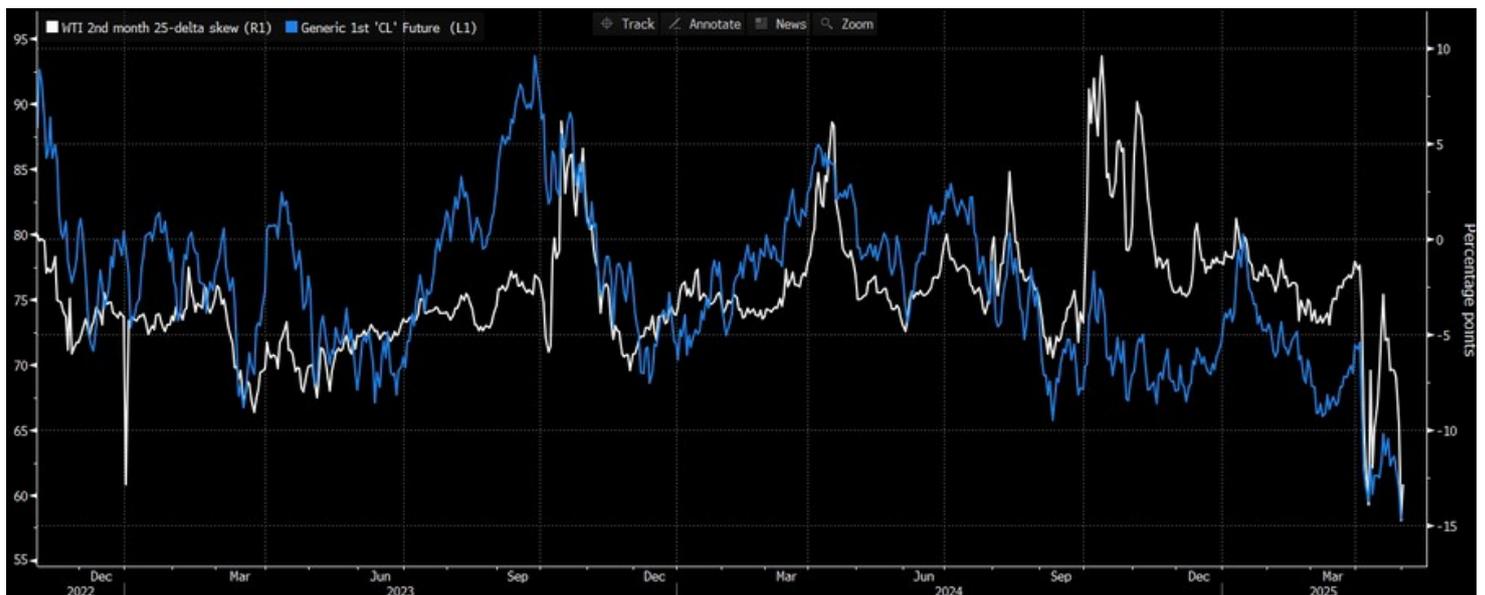
Aunque la misión central de la OPEP+ siempre ha sido sostener los precios del petróleo, el reciente comportamiento de su miembro más influyente, Arabia Saudí, está planteando interrogantes. Oficialmente, Riad pretende restablecer la disciplina en el seno del grupo. Varios miembros, entre ellos Kazajstán, Irak y Emiratos Árabes Unidos, han superado sus cuotas de producción en varias ocasiones. En respuesta, Arabia Saudí está presionando para que se produzcan aumentos colectivos de la producción, con la esperanza de que la caída de los precios obligue a los productores recalcitrantes a realinearse, pero esta explicación, aunque plausible, no agota el tema. Si nos fijamos en las acciones más que en la retórica, surge otra interpretación. El reino no está intentando apuntalar el mercado; al contrario, ahora parece dispuesto a vivir con un precio del Brent por debajo de los 70 dólares, muy por debajo de su anterior objetivo implícito de cerca de 100. Hay varios factores estratégicos que pueden explicar este cambio. Al mantener artificialmente los precios por encima de 90 dólares, Riad ha tenido que reducir drásticamente su propia producción, alcanzando en 2023 su nivel más bajo en más de una década. Cualquier relajación de las sanciones contra Irán o Venezuela, actualmente en discusión en Washington, podría devolver millones de barriles más al mercado. Al aumentar ahora su producción, Arabia Saudí pretende influir en las futuras negociaciones sobre el reparto de volúmenes. Aunque el vínculo con Rusia ha resistido el paso del tiempo, sigue siendo ante todo un vínculo transaccional. Riad podría estar preparándose para una posible divergencia estratégica con Moscú. Además, sin declarar abiertamente una guerra de precios, el reino también está enviando una señal indirecta a los productores estadounidenses de esquisto, al tiempo que protege sus relaciones con Washington.



Fuente: Bloomberg



Tras las esperanzas de recuperación gracias a las posibles nuevas sanciones al petróleo iraní, la OPEP + y Kazajstán vuelven a deprimir los precios al mantener la sobreproducción. Es otra gota adicional que colma el vaso para los operadores de Brent long only.



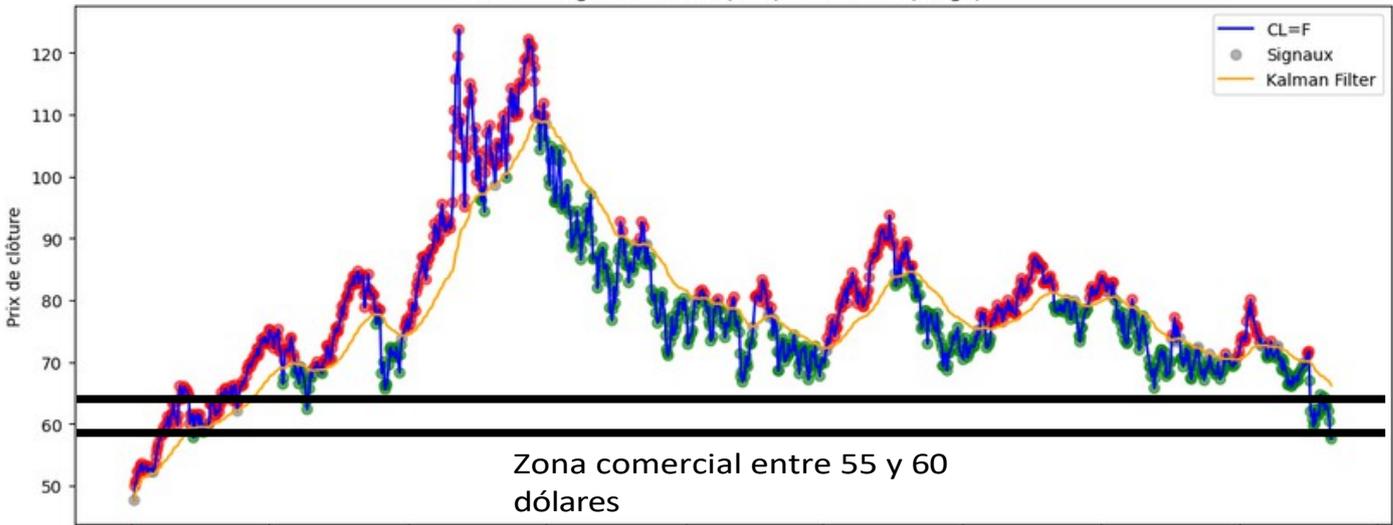
Fuente: Bloomberg

Los operadores de opciones también invirtieron el curso, comprando puts a gran escala, empujando la asimetría a niveles no vistos desde diciembre de 2021.

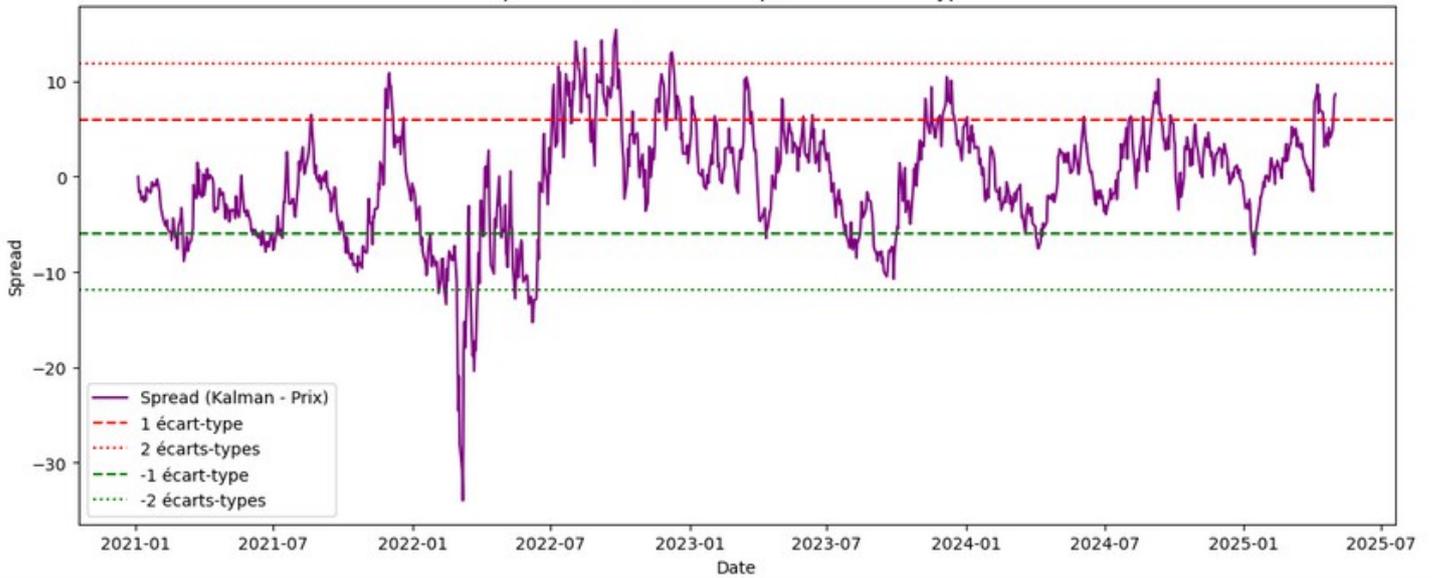


JVR INVEST
GET HIGHER

CL=F - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



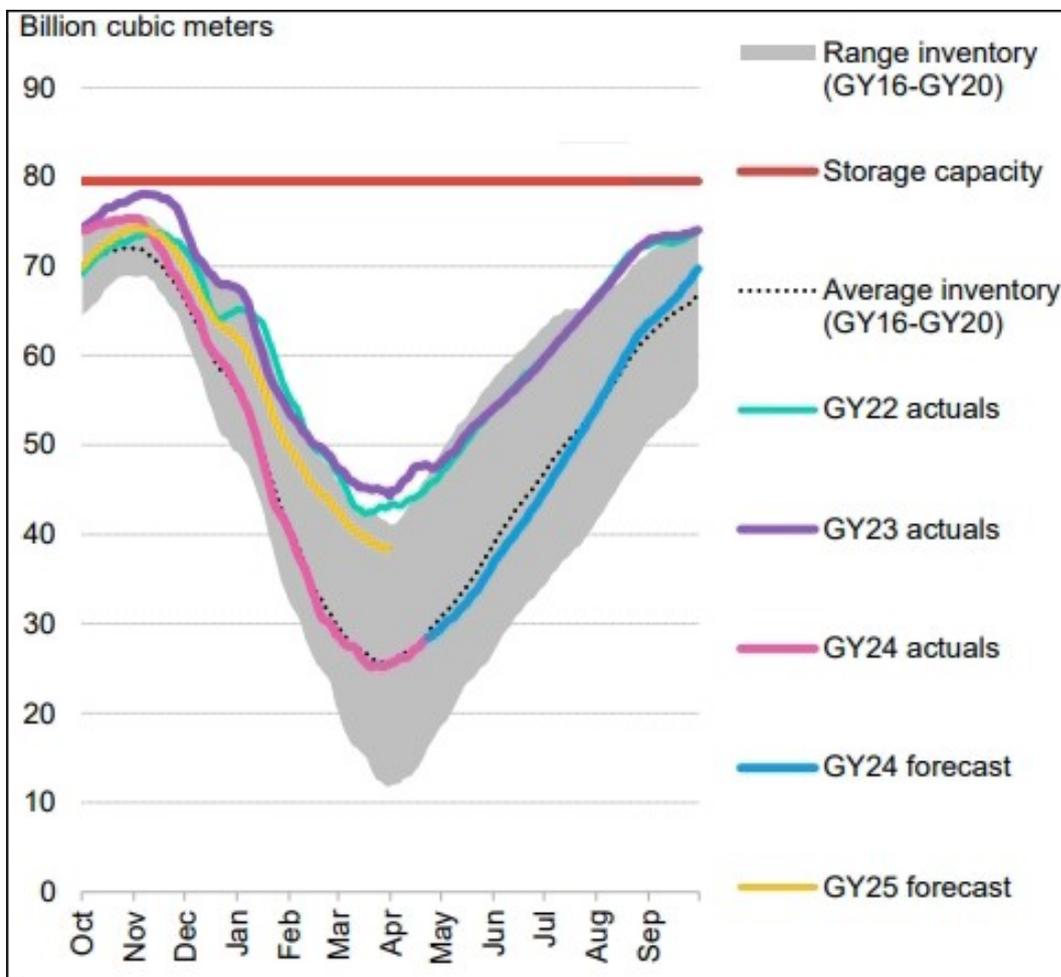


Gas natural y GNL

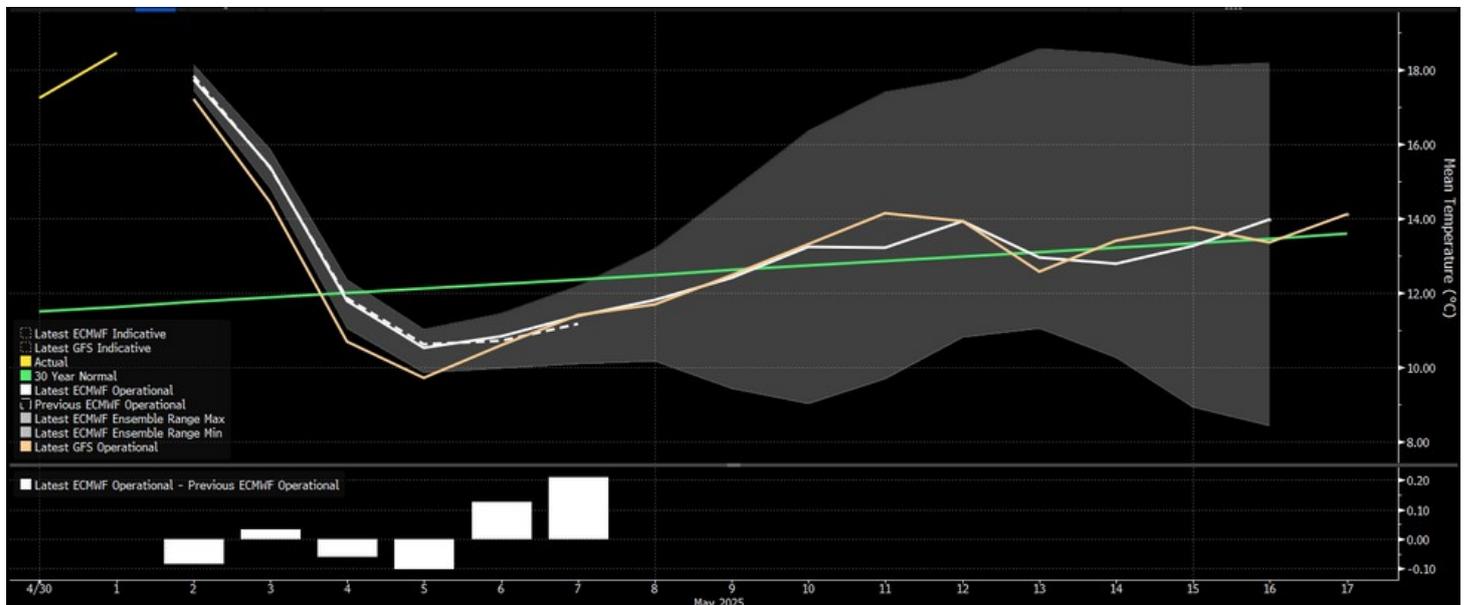
Se espera que las entregas de GNL al noroeste de Europa e Italia ronden los 7,2 millones de toneladas en mayo, un 43% más que en el mismo periodo del año anterior.

Se espera que las reservas de gas de la zona que abarca el noroeste de Europa, Italia y Austria estén llenas en torno al 88% al final del verano (de abril a septiembre), siempre que las condiciones meteorológicas se mantengan en la media de los últimos diez años. Esta tasa supera los niveles medios observados a finales de septiembre en los últimos cinco años. De cara al futuro, las previsiones indican una tasa de llenado de alrededor del 48% al final del invierno de 2025-2026. Más información en el próximo informe mensual sobre el gas europeo, previsto para el 29 de abril.

La revisión al alza de la previsión de los niveles de existencias al final del verano, estimados inicialmente en un 77%, se debe principalmente a un aumento previsto de los suministros de GNL a Europa, ligado a una caída de la demanda en Asia como consecuencia de la ralentización económica.



Niveles de almacenamiento subterráneo de gas en la región europea Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

Una temprana ola de calor, responsable de temperaturas récord en Irlanda y de condiciones inusualmente suaves en el norte de Europa , debería llegar pronto a su fin, con un marcado descenso de las temperaturas previsto para la próxima semana.

Las entregas a Europa también se han mantenido fuertes en las últimas semanas, con varios países registrando niveles récord de importación. Sin embargo, la reciente caída de los precios ha reavivado el interés de los compradores asiáticos, lo que podría aumentar la competencia en el mercado del GNL, y los operadores también vigilan de cerca los envíos de Estados Unidos, principal proveedor de GNL de Europa.

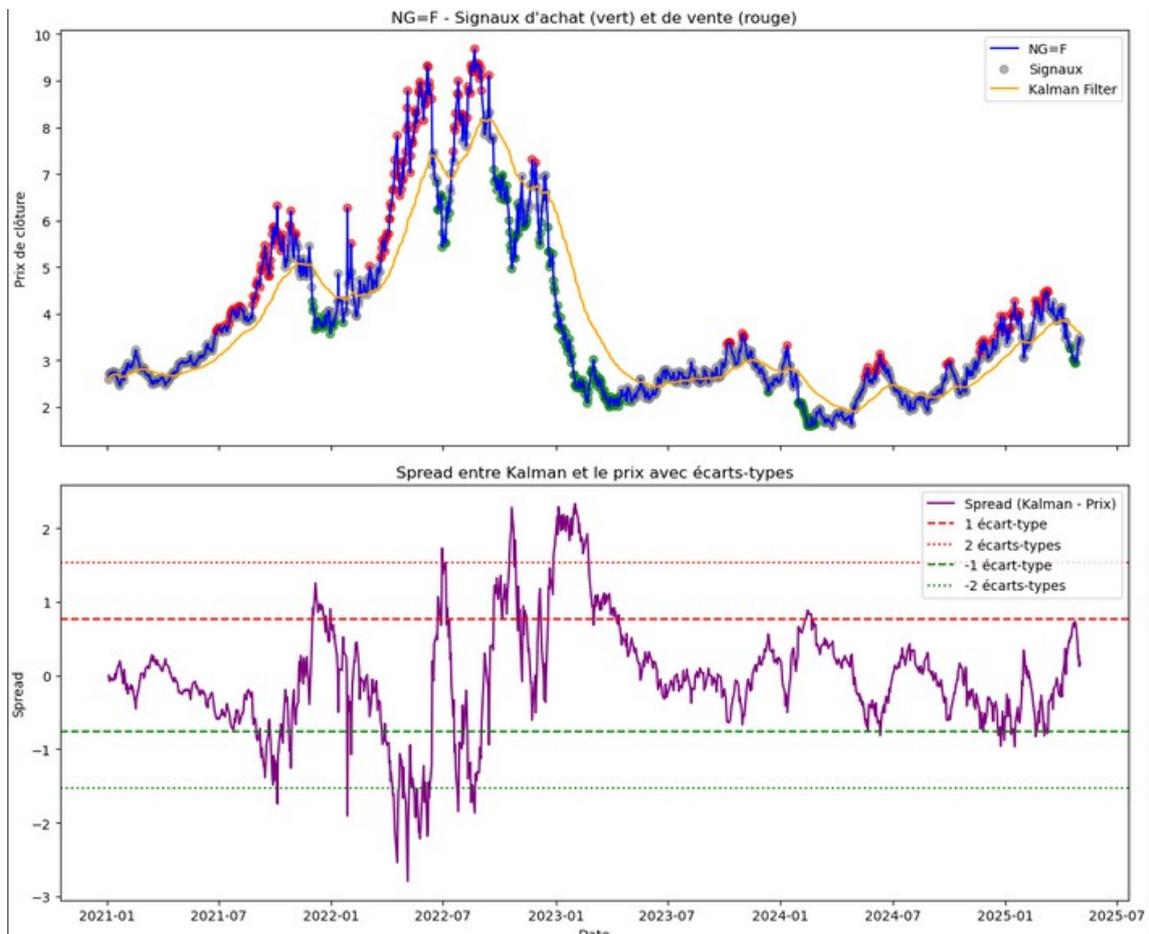
Los precios del gas en Europa están sometidos a una presión constante, debido sobre todo a las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos y a un clima de incertidumbre en torno a la demanda energética mundial. Sin embargo, esta situación ha hecho que las reservas europeas se hayan rellenado regularmente, durante mucho tiempo a niveles bajos. No obstante, la persistente volatilidad pone de manifiesto la fragilidad del equilibrio entre oferta y demanda. Está previsto que los parlamentarios europeos voten la semana que viene nuevas normas de gestión de las reservas de gas, lo que allanará el camino a las negociaciones con los Estados miembros. Alemania, por su parte, prevé reducir a la mitad sus objetivos de llenado obligatorio, con el fin de aliviar la presión sobre la acumulación de reservas antes del próximo invierno.



JVR INVEST
GET HIGHER

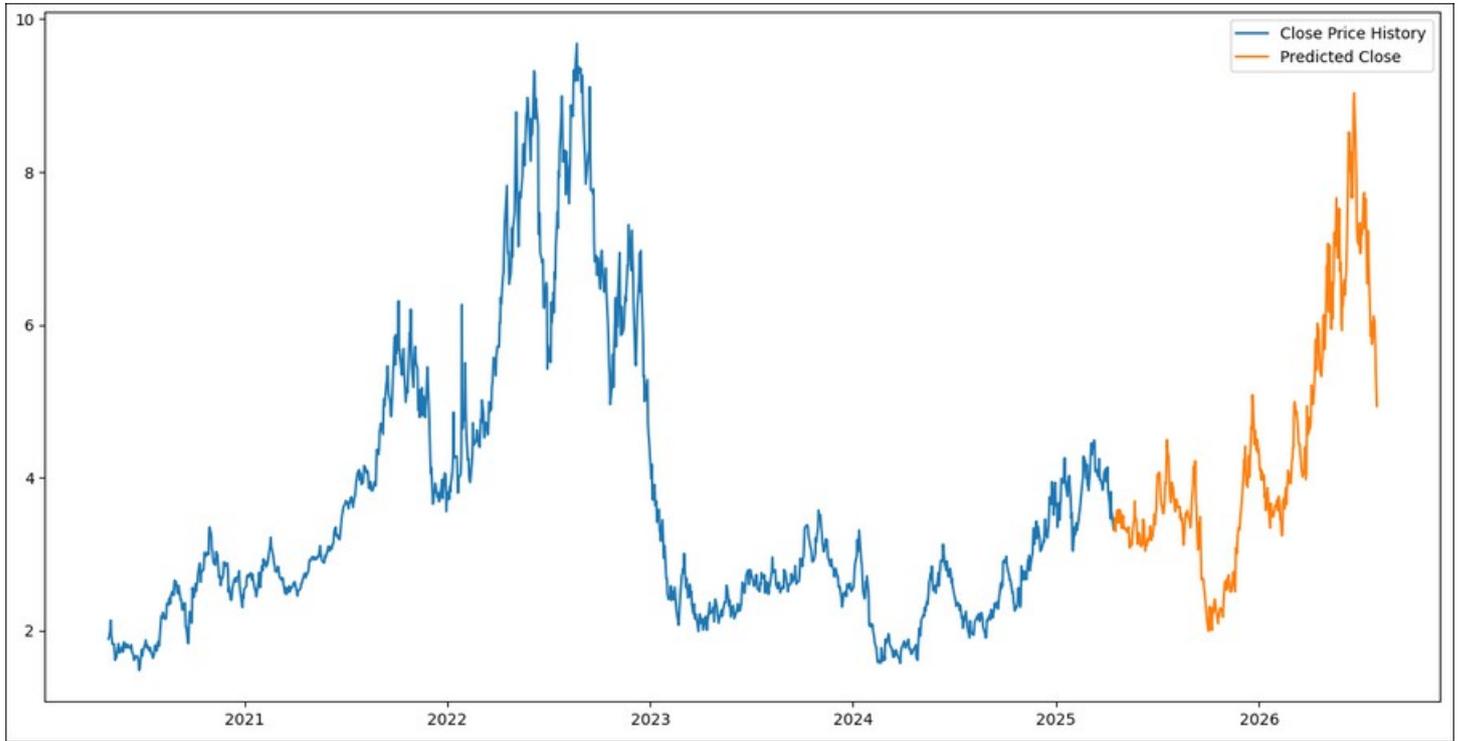
El precio del gas natural en Europa ha bajado, y los precios de verano siguen alejándose de los contratos de invierno a medida que los inversores centran su atención en la próxima temporada de calefacción. Se espera que los futuros de junio registren una pérdida semanal superior al 2%, mientras que los futuros de diciembre se mantienen prácticamente sin cambios en la semana, lo que sugiere que los operadores están menos preocupados por los suministros de verano, aunque Europa está teniendo que reponer sus existencias, que alcanzaron a finales de su nivel más bajo desde 2022. Algunos también sostienen que las conversaciones en el seno de la Unión Europea para suavizar los objetivos de almacenamiento del gas podrían reducir la necesidad de comprar tanto combustible.

Fuente: Bloomberg





JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

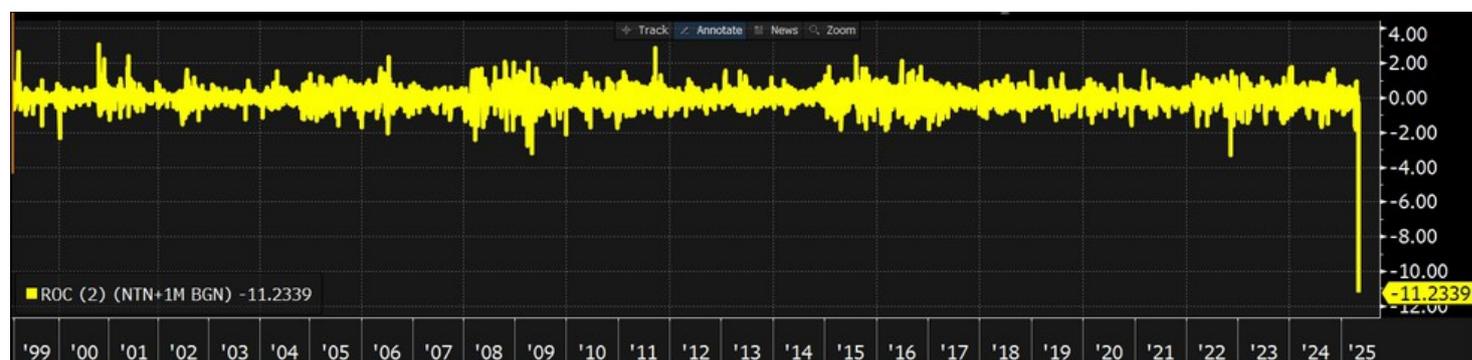
VI- Forex

En las últimas semanas, la moneda taiwanesa se ha apreciado significativamente, impulsada por la fuerte demanda de los exportadores que han convertido sus dólares estadounidenses en dólares taiwaneses. Este impulso se ha visto reforzado por los inversores y minoristas extranjeros, aunque su apetito por la moneda local ha disminuido ligeramente en los últimos tiempos. El dólar taiwanés llegó incluso a alcanzar un máximo de tres años antes de corregirse, cayendo un 0,5% el martes para establecerse en 30,28 por dólar estadounidense.

Esta revalorización del dólar taiwanés se debe en parte a la especulación sobre la política monetaria, con crecientes expectativas de que la moneda se aprecie en los próximos meses. Al mismo tiempo, las aseguradoras de vida taiwanesas, tradicionalmente grandes usuarias de contratos de derivados para protegerse de las fluctuaciones monetarias, se enfrentan a retos como consecuencia de la reciente caída del dólar estadounidense. Aunque limitar sus coberturas les ha permitido beneficiarse de la fortaleza del dólar en los últimos años, este planteamiento podría ahora acarrearles pérdidas potenciales y problemas de liquidez. De hecho, a finales del año pasado, las aseguradoras de vida taiwanesas sólo habían cubierto alrededor del 65% de sus activos en dólares.

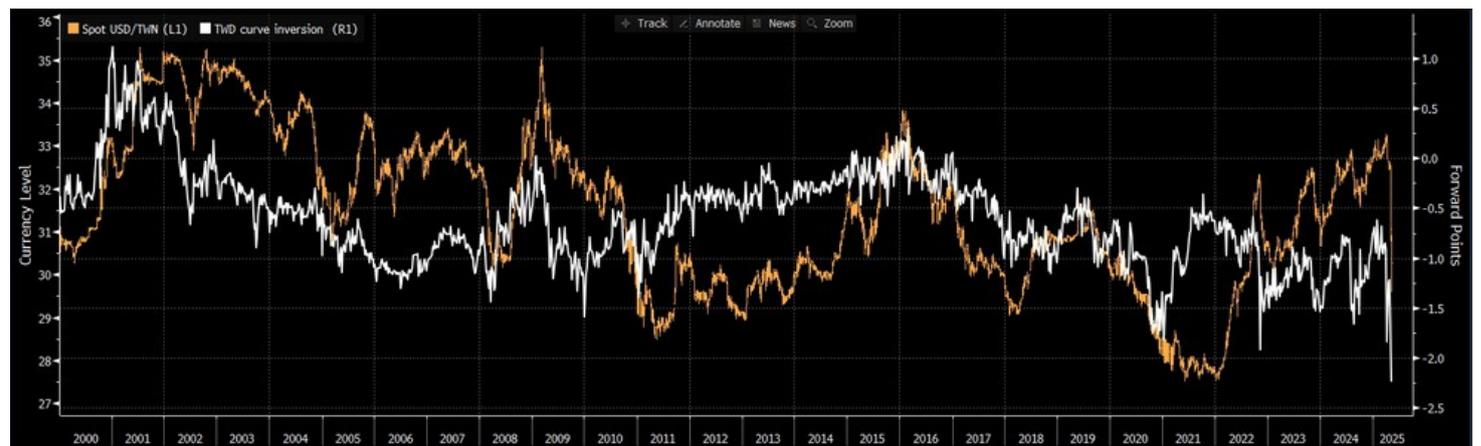
En este contexto, las autoridades taiwanesas intentaron calmar a los mercados, señalando el creciente superávit comercial de la isla con Estados Unidos se debía principalmente a la fuerte demanda de tecnología taiwanesa y no a ninguna manipulación del tipo de cambio. Por su parte, el Banco Central de Taiwán quiso señalar que esta fluctuación de la moneda no era necesariamente signo de una tendencia duradera, sino más bien el resultado de factores temporales y de la escasa liquidez de los mercados.

La compleja situación del mercado de divisas, unida a las tensiones comerciales con Estados Unidos, alimenta las especulaciones sobre el futuro rumbo del dólar taiwanés. Los expertos siguen divididos, pero algunos predicen que la tendencia podría persistir, apuntalada por las decisiones estratégicas de empresas e inversores locales, así como por un entorno económico más favorable por el aumento de la cobertura ofrecida por las aseguradoras de vida.

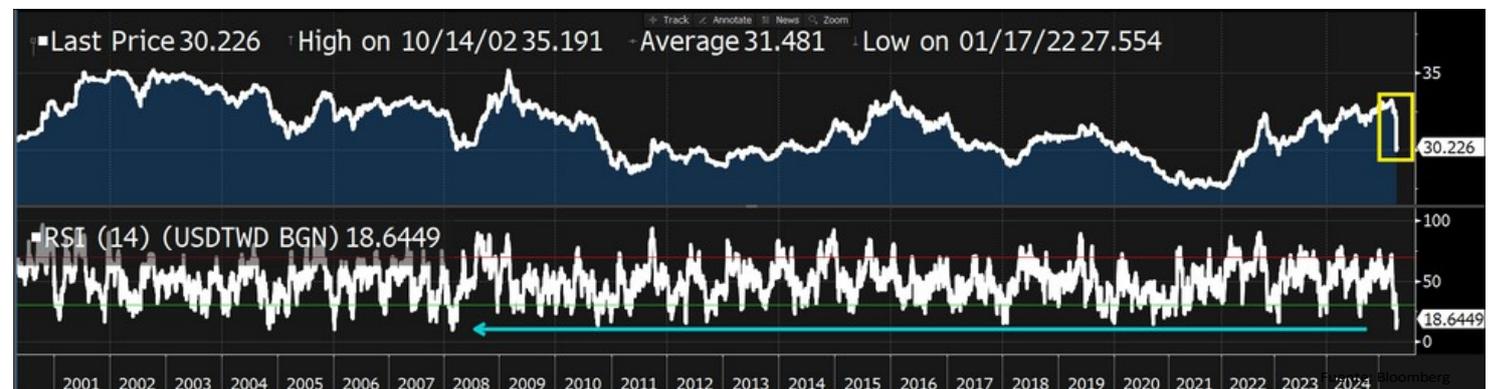


Corrección subida del dólar TWN

La compleja situación del mercado de divisas, unida a las tensiones comerciales con Estados Unidos, alimenta las especulaciones sobre el futuro rumbo del dólar taiwanés. Los expertos siguen divididos, pero algunos predicen que la tendencia podría persistir

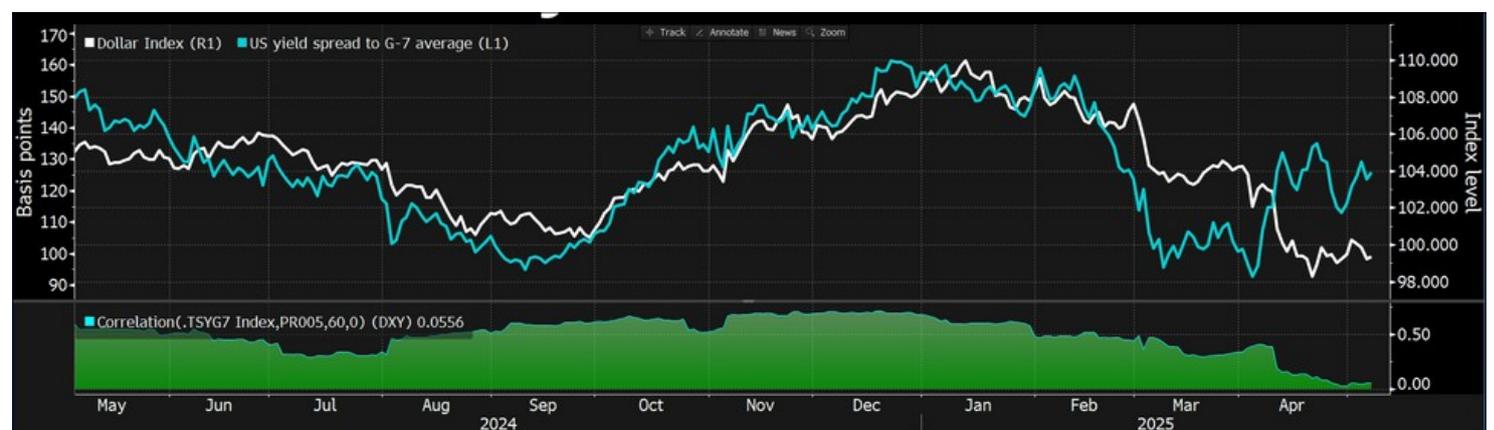


Fuente: Bloomberg



El gráfico muestra claramente la ruptura de la correlación entre el dólar estadounidense (curva blanca) y el diferencial entre Estados Unidos y la media del G7 (curva azul). Hasta febrero de 2025, las dos curvas se mueven de forma muy similar.

A partir de marzo de 2025, la situación cambió radicalmente. El diferencial de tipos de interés sigue siendo elevado, pero el dólar comienza a seguir una trayectoria mucho más errática, desvinculándose de la tendencia de los tipos de interés. La parte inferior del gráfico, que mide la correlación entre las dos series, muestra un hundimiento repentino de esta relación, pasando de una fuerte correlación positiva a casi cero. Este fenómeno refleja un cambio en el estado de ánimo de los mercados. El dólar, que hasta ahora se ha beneficiado de su condición de valor refugio y de sus atractivos tipos de interés, está viendo cómo su comportamiento se vuelve menos previsible. Los flujos de capitales ya no se guían únicamente por los diferenciales de rendimiento, sino que ahora incluyen consideraciones más amplias, como la estabilidad macroeconómica y la confianza en la política monetaria estadounidense. Este cambio de régimen podría marcar un punto de inflexión duradero en la dinámica del mercado de divisas.

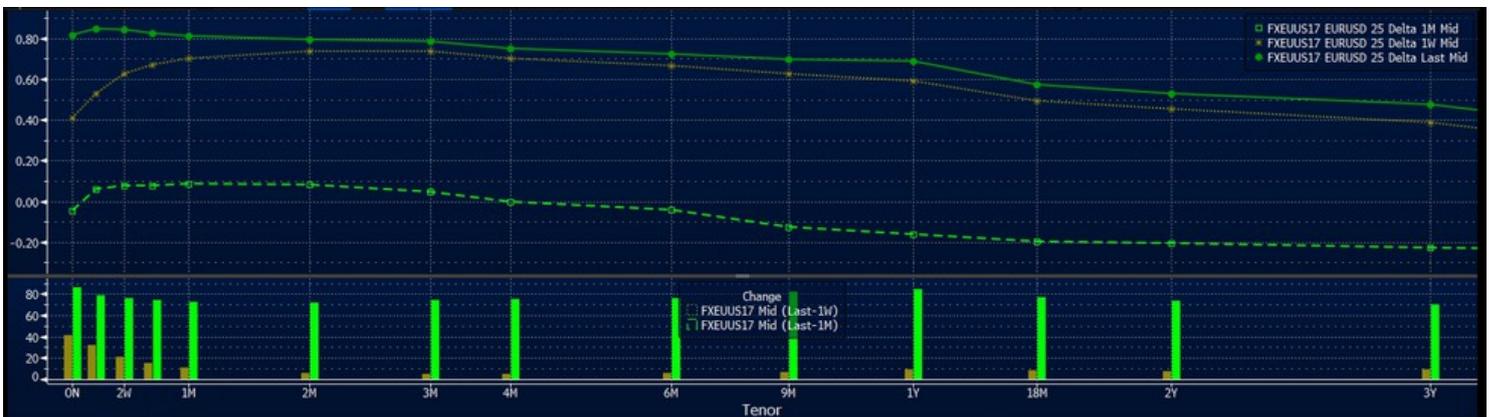


Los fondos de cobertura también están cambiando de rumbo y empezando a estructurar posiciones cortas en el dólar. La política comercial de Trump realmente parece estar reorganizando la baraja en los mercados de divisas.

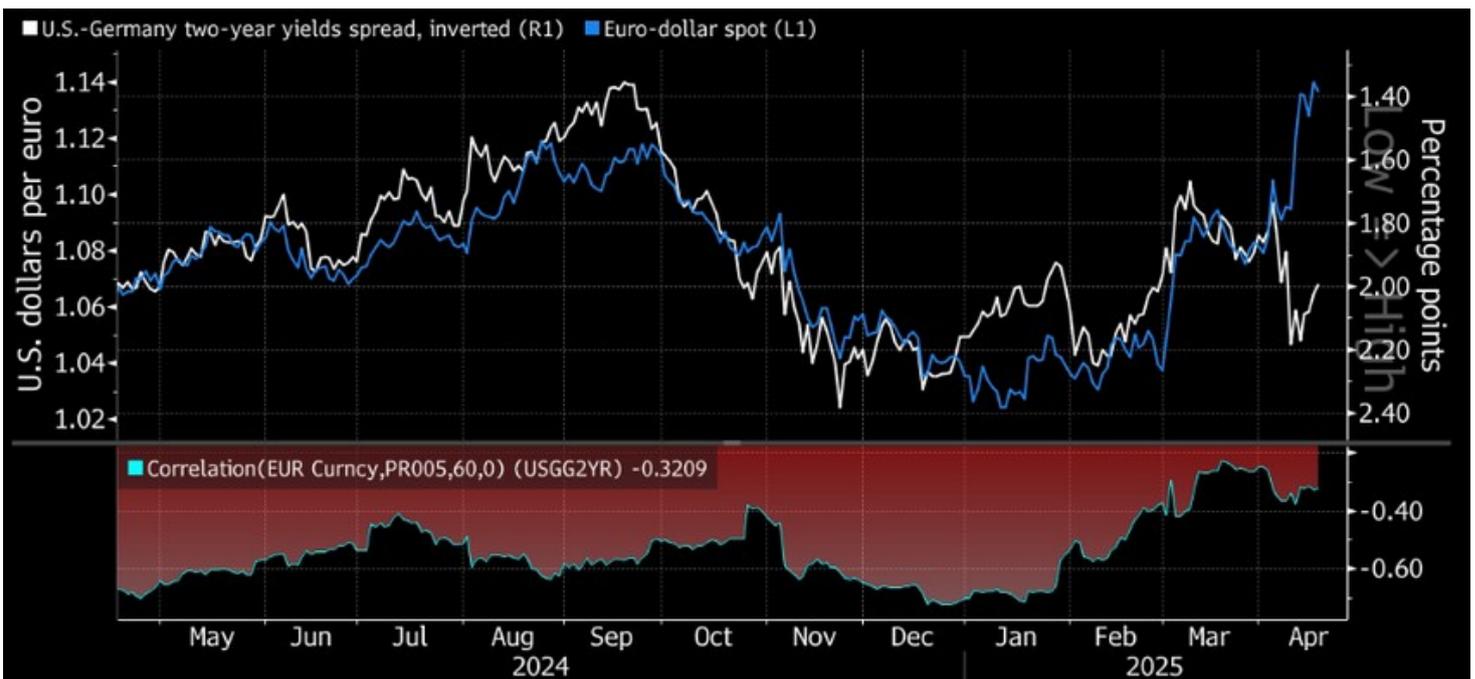




JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

El euro se ha fortalecido recientemente, a pesar de que el diferencial de rendimiento entre los bonos a dos años de la eurozona y de EE.UU. se ha ampliado. Los mercados de opciones muestran un renovado optimismo por la divisa europea. Algunos analistas lo atribuyen al impacto negativo de los aranceles estadounidenses en la confianza de los consumidores, que ha apoyado indirectamente al euro. El vínculo habitual entre el euro y los diferenciales de crédito parece haberse debilitado este mes. Los mercados prevén más volatilidad a favor de la moneda única (véase el delta RR25).

Nuestra asignación de activos para 2025:

<i>Clase 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 se dirige 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 caso de modificación del presente boletín.