



JVR INVEST
GET HIGHER

Junio de 2025

Boletín



Mensaje del Director General

Estimados lectores,

El conflicto abierto entre Irán e Israel está teniendo consecuencias desastrosas para los mercados internacionales, en particular el del petróleo. Seguiremos de cerca la evolución de la situación en Oriente Próximo.

La incertidumbre sobre los tipos de interés en Estados Unidos, acentuada por las tensiones entre Powell y Trump, aumenta la inquietud económica. Los recientes altercados en Los Ángeles no mejoran la situación y preocupan aún más a los inversores.

En España, la corrupción próxima al círculo presidencial podría dar lugar a nuevas elecciones, con el consiguiente aumento de la inestabilidad política. No somos muy optimistas sobre la continuidad del actual gobierno.

La popularidad de Emmanuel Macron en Francia está bajo mínimos. Su política fiscal, considerada incoherente, suscita críticas por doquier. El aumento de la deuda pública y de los impuestos no hace sino aumentar la preocupación, ya que obstaculiza el crecimiento económico.

Este mes, somos optimistas sobre la renta variable y la renta fija europeas, pero mantenemos la cautela sobre el oro y la renta variable estadounidense.

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

Joaquín Vispe



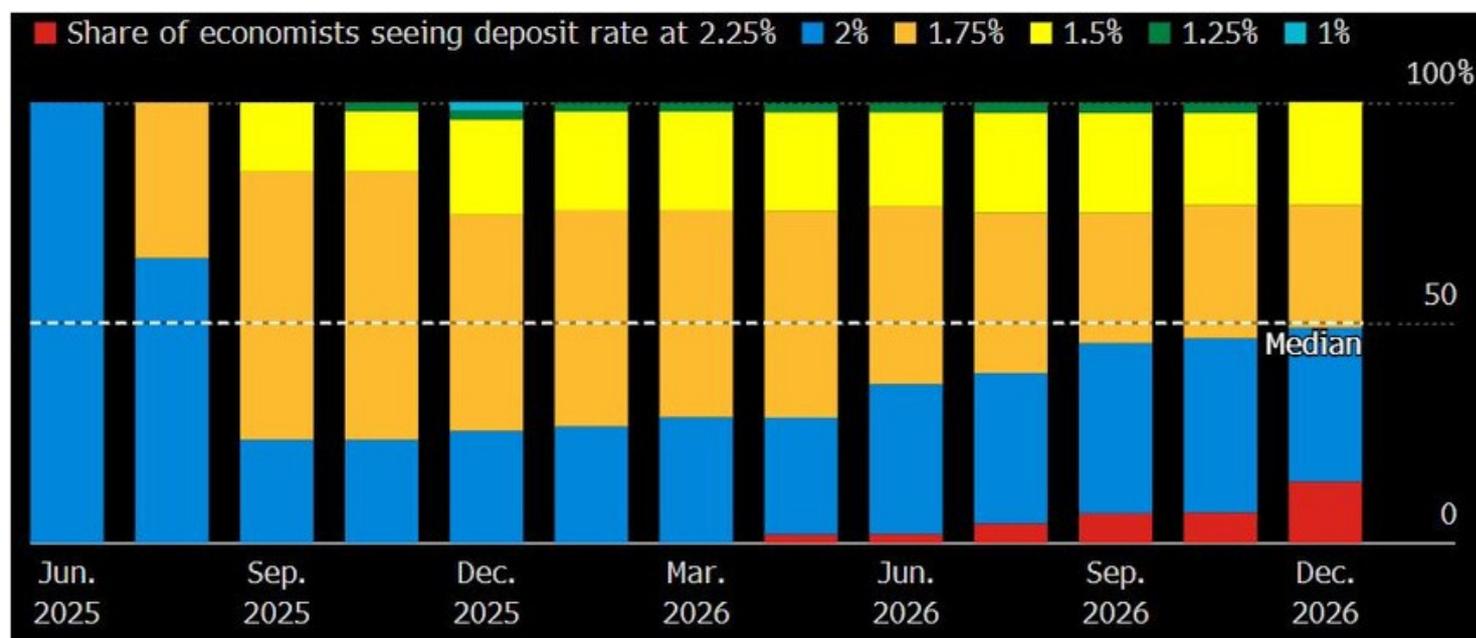


JVR INVEST
GET HIGHER

I - Actualización macroeconómica

El Banco Central Europeo se dispone a recortar de nuevo los tipos de interés, probablemente por última vez antes de que las incertidumbres en torno a la inflación compliquen aún más su tarea. Tras siete recortes consecutivos en el último año, el Consejo de Gobierno, compuesto por 26 miembros, se dispone a reducir el tipo de depósito al 2%. Pero empiezan a surgir diferencias de opinión: algunos creen que este nivel debe constituir un suelo, temiendo un futuro desvío del gasto público, mientras que otros consideran necesario ir más lejos para estimular un crecimiento económico aún frágil.

Uno de los principales factores de división son las posibles repercusiones de las políticas comerciales de Donald Trump. Las subidas de los derechos de aduana previstas por Estados Unidos, en particular sobre los productos europeos, podrían lastrar los precios en la zona del euro. Aunque el BCE está elaborando varios escenarios para anticipar mejor los posibles efectos de estas medidas, la incertidumbre sigue siendo elevada. Un miembro del Consejo estima incluso que la probabilidad de que se materialice el escenario bajista es inferior al 50%.



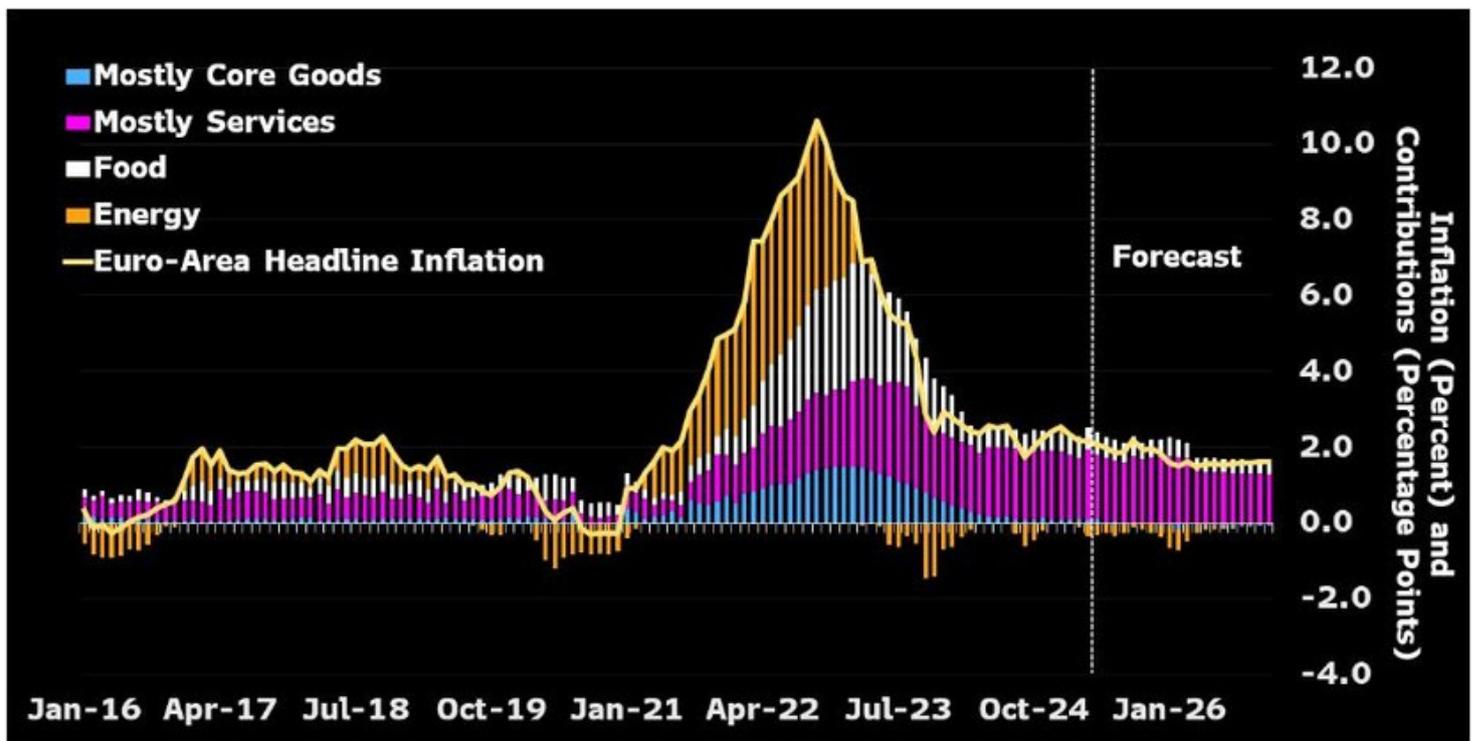
Fuente: Bloomberg



JVR INVEST
GET HIGHER

Este clima de inestabilidad recuerda al que reinó durante la pandemia del Covid-19 o tras la invasión rusa de Ucrania. El BCE entra ahora en una fase en la que las previsiones se vuelven más complejas. Según Katharine Neiss, economista jefe para Europa de PGIM Fixed Income, los recortes de tipos aún pueden estar justificados a corto plazo para apoyar a la economía en este difícil periodo; sin embargo, señala que es posible que haya que subir los tipos a medio plazo si se activan otras palancas, como la política fiscal. Añade que el BCE también tendrá que permanecer vigilante ante el riesgo de una vuelta a una inflación excesivamente baja, como ocurría antes de 2020.

En la actualidad, con una inflación que parece converger hacia el objetivo del 2%, los inversores siguen anticipando un último recorte tras el que se espera esta semana, aunque la fecha sigue siendo incierta. Los analistas encuestados por Bloomberg prevén recortes en junio y septiembre, lo que llevaría a un tipo terminal del 1,75%. Sin embargo, esta trayectoria podría quedar en entredicho si Washington intensificara sus medidas arancelarias. La perspectiva de un aumento de los aranceles estadounidenses sobre los productos europeos del 10% al 50% en julio ya suscita gran inquietud.



Fuente: Bloomberg

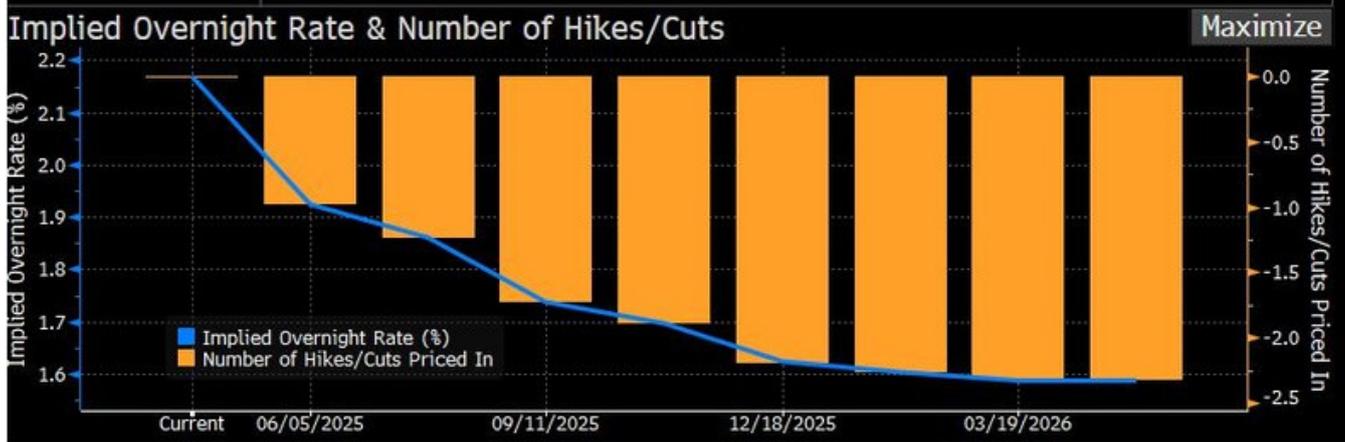
De momento, la situación parece relativamente estable: los costes de la energía han bajado mucho y el euro se ha apreciado desde el anuncio en abril de las nuevas medidas arancelarias estadounidenses. Las cifras de mayo publicadas por Eurostat el martes deberían confirmar una inflación en torno al 2%.

Pero a medio y largo plazo, otros factores podrían reavivar las presiones inflacionistas: el envejecimiento de la población, la escasez de mano de obra, la inversión masiva en defensa e infraestructuras y la persistente fragilidad de las cadenas de suministro. Estos factores, combinados con una economía mundial volátil, hacen que cualquier previsión sea especialmente delicada.

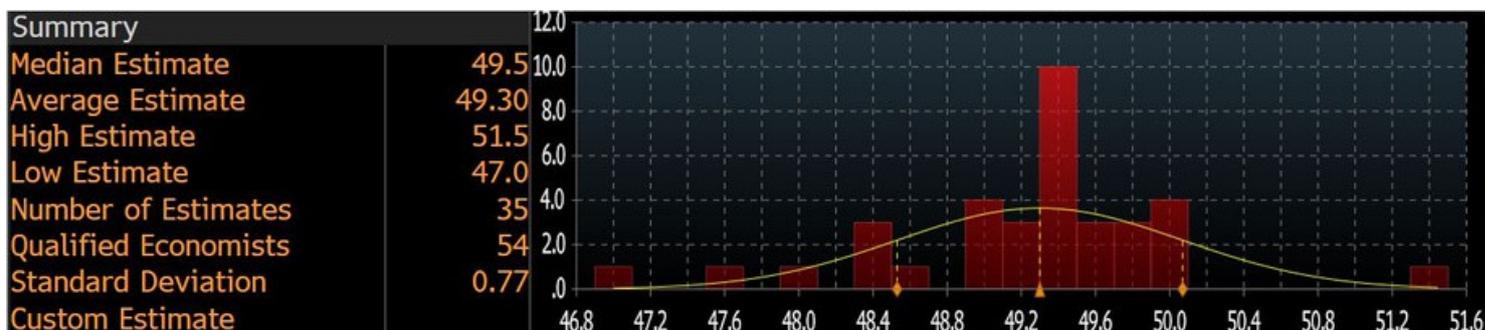
En este contexto, varios funcionarios del BCE piden cautela. Isabel Schnabel, miembro del Comité Ejecutivo del BCE, afirmó que la institución está bien situada para observar la evolución económica y ajustar su política en caso necesario, al tiempo que expresó sus reservas sobre la conveniencia de nuevos recortes. Klaas Knot, gobernador holandés, y Joachim Nagel, presidente del Bundesbank, se hicieron eco de esta opinión, afirmando que las perspectivas de inflación a medio plazo eran aún demasiado inciertas como para relajar su vigilancia.

Otros miembros del Consejo, sin embargo, consideran que podría estar justificado un apoyo más enérgico. Pierre Wunsch, Gobernador del Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique, afirmó que el BCE podría tener que ayudar "un poco" a la economía para evitar que la inflación vuelva a caer por debajo del 2%. Su homólogo lituano, Gediminas Simkus, se muestra preocupado por los crecientes riesgos de que los precios se debiliten demasiado.

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
06/05/2025	-0.986	-98.6%	-0.246	1.923	0.250
07/24/2025	-1.237	-25.1%	-0.309	1.860	0.250
09/11/2025	-1.730	-49.3%	-0.432	1.737	0.250
10/30/2025	-1.891	-16.1%	-0.473	1.697	0.250
12/18/2025	-2.191	-30.0%	-0.548	1.622	0.250
02/05/2026	-2.265	-7.4%	-0.566	1.603	0.250
03/19/2026	-2.321	-5.7%	-0.580	1.589	0.250
04/30/2026	-2.325	-0.3%	-0.581	1.588	0.250

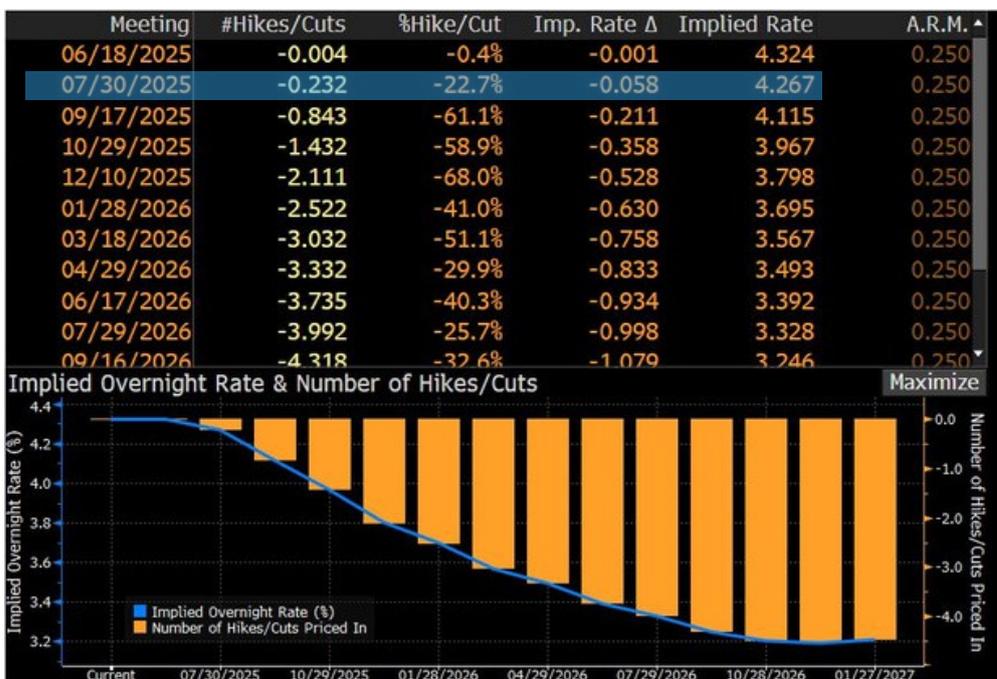


En Estados Unidos, el sector manufacturero sigue mostrando signos de debilidad. Se espera que el índice ISM, que mide la actividad de los directores de compras industriales, se mantenga por debajo de 50, lo que sugiere una contracción. La mediana de las previsiones es de 49. Abril fue un mes especialmente difícil para los fabricantes con la mayor caída de los últimos cinco meses. Ello se debió a la caída de los nuevos pedidos y al aumento de la incertidumbre vinculada a las tensiones comerciales. El crecimiento del país también retrocedió ligeramente. Según la segunda estimación oficial publicada el jueves, el PIB cayó a un ritmo anualizado del 0,2% en el primer trimestre.



Christopher Waller, Gobernador de la Reserva Federal, cree que los tipos podrían bajar a finales de año, a pesar del impacto de los aranceles. En su opinión, estas medidas podrían impulsar temporalmente la inflación en los próximos meses, pero mientras las expectativas se mantengan estables, la Fed puede ignorarlas en sus decisiones.

Waller presentó dos escenarios: uno en el que los aranceles se estabilizan en torno al 25%, otro en el 10% con negociaciones a la baja. En la actualidad, estima que la realidad se sitúa en un punto intermedio, en torno al 15%. En cualquier caso, espera un efecto temporal sobre los precios, pero también un aumento moderado del desempleo, sobre todo si se mantienen los derechos de aduana. También explicó que la reciente subida de los rendimientos de los bonos a largo plazo está vinculada a la preocupación por el déficit presupuestario de Estados Unidos, que se espera que siga siendo elevado, cercano al 6% del PIB. Esta situación está impulsando a los inversores a exigir mayores rendimientos para comprar deuda estadounidense.

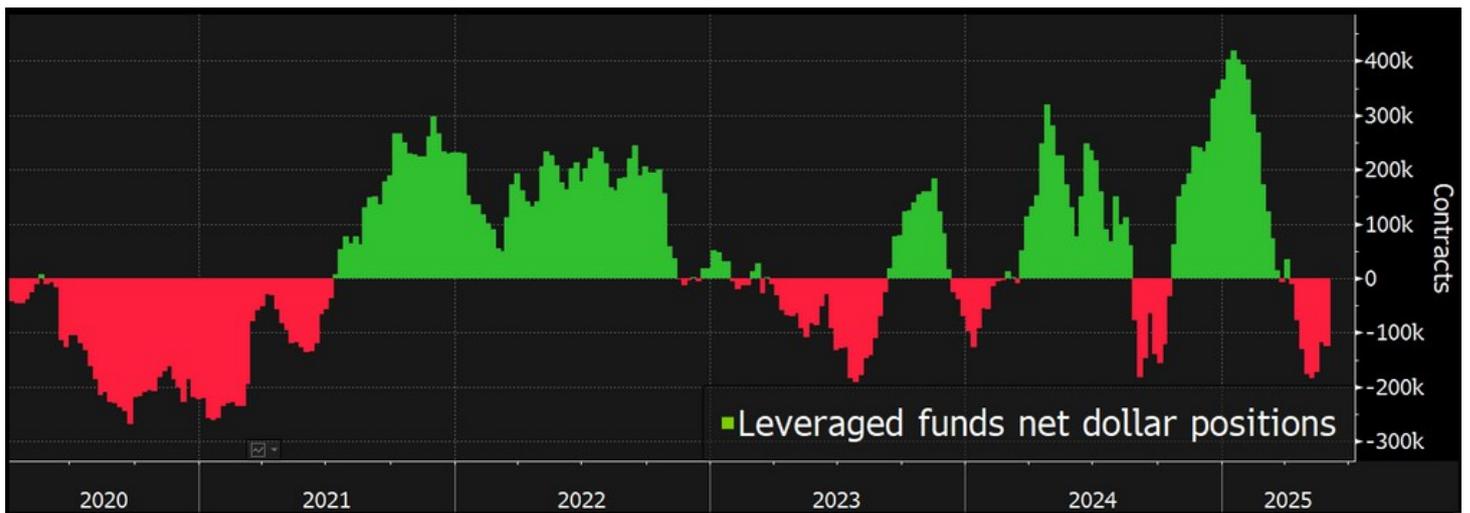




JVR INVEST
GET HIGHER

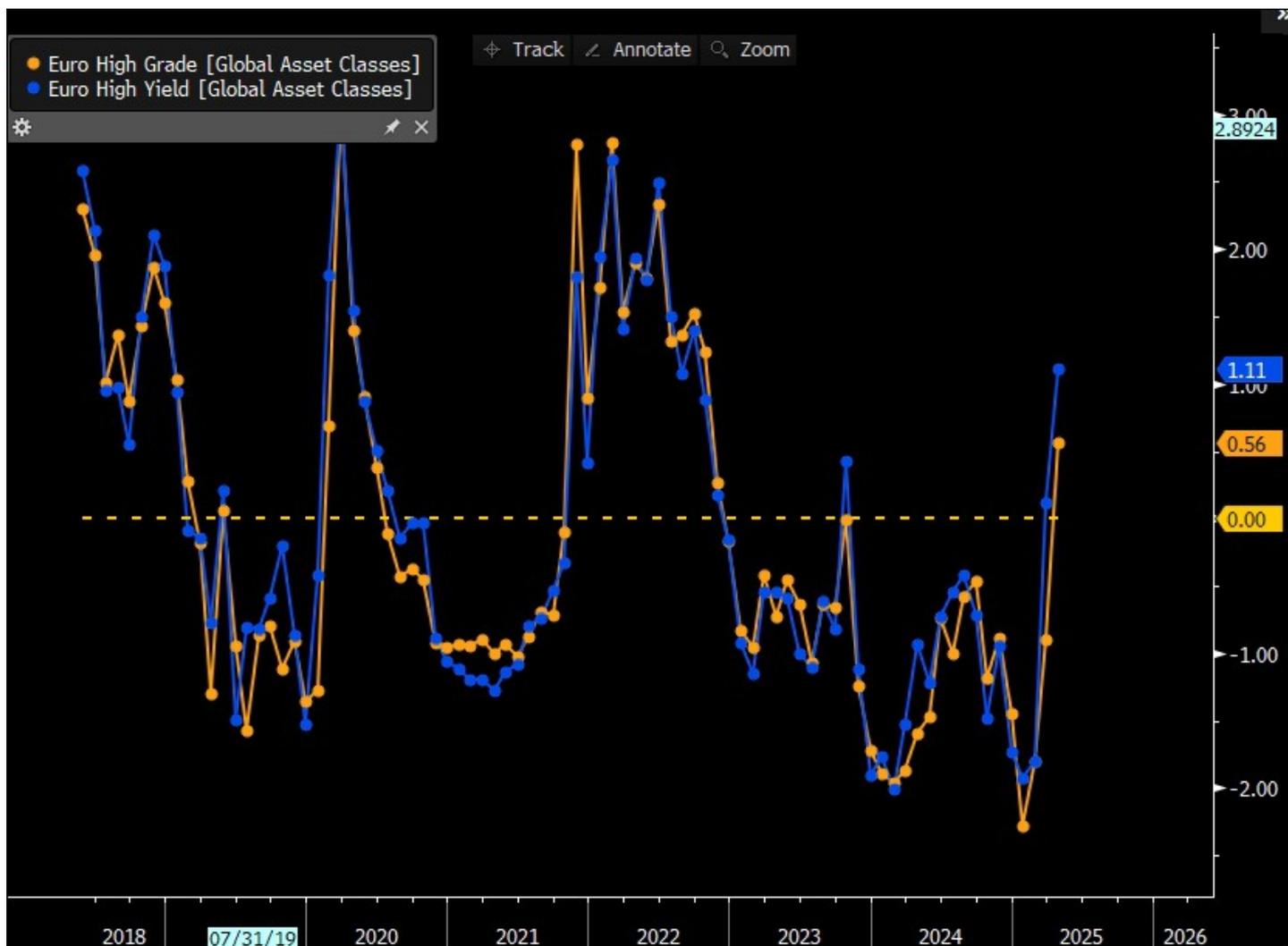


La actividad se está ralentizando, como demuestra el último dato del ISM, que se sitúa en un nivel no visto desde 2009 y 2020. ¿Es esto temporal, o es probable que veamos una persistencia más bajista a corto plazo? Esa es la pregunta que se hacen los gestores. En cualquier caso, el dólar no es tan alcista, ya que ha perdido un 8% desde principios de año, y los hedge funds siguen tomando posiciones bajistas, como muestra el gráfico siguiente.

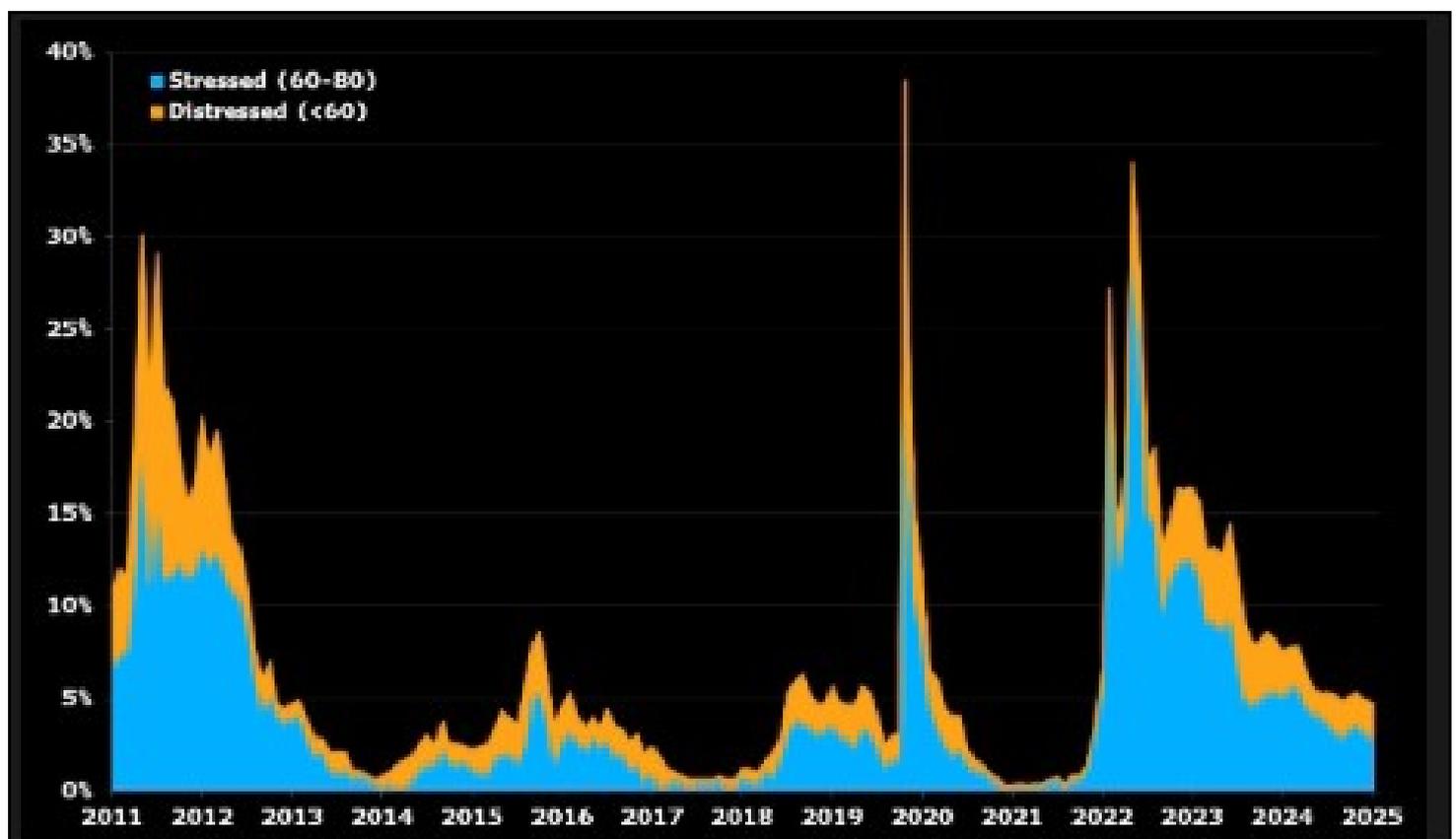


II - Créditos

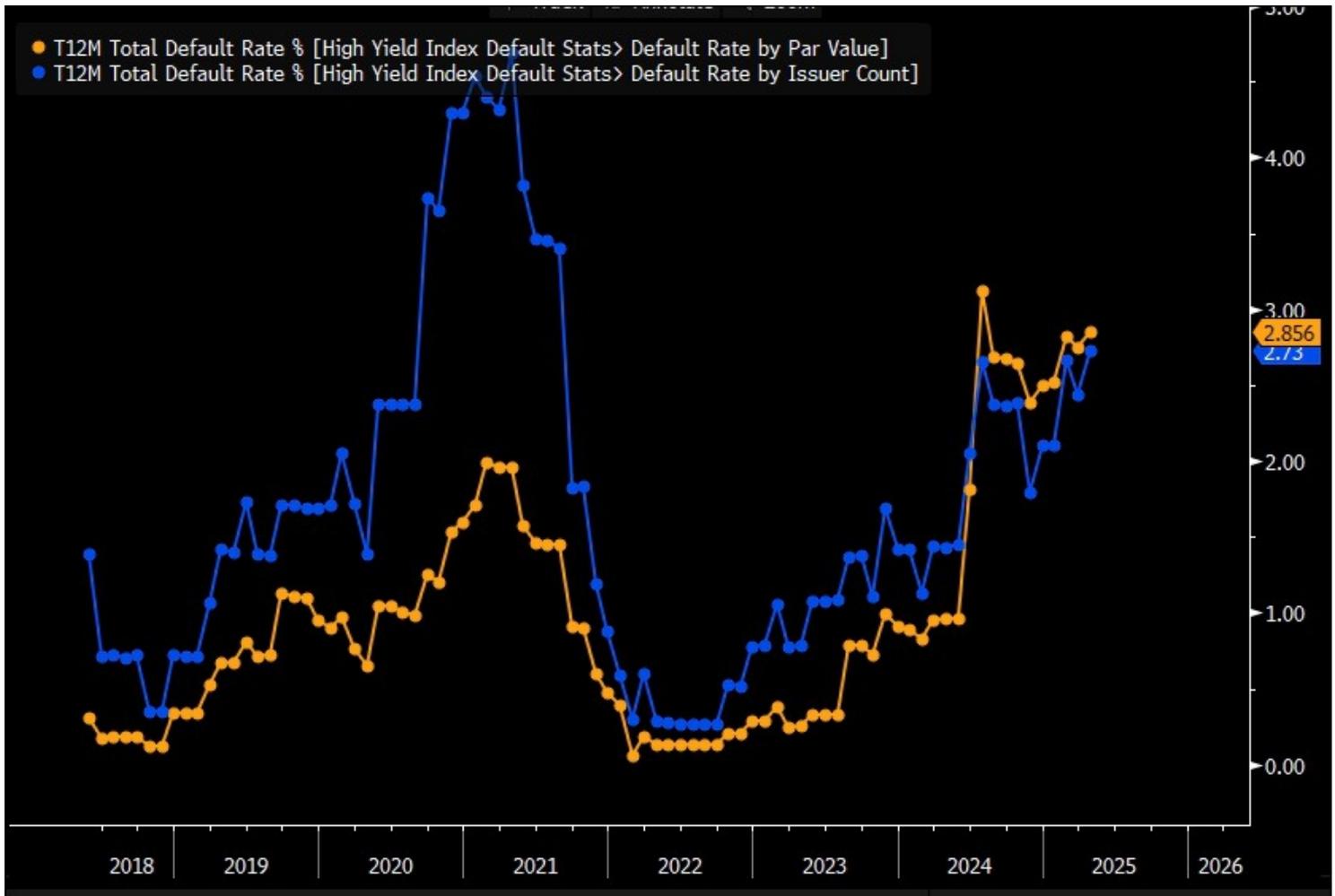
Los diferenciales de crédito de la zona euro se habían ampliado con las tensiones comerciales, pero tras un fuerte repunte ya no están realmente con descuento. Para evaluar si una clase de activos está sobrevendida o sobrevalorada, utilizamos diferenciales "normalizados", es decir, el diferencial OAS ajustado a la media y expresado como desviación típica de los últimos 12 meses. Históricamente, cuando un activo se aparta más de dos desviaciones estándar en cualquier dirección, suele producirse una corrección. Los bonos con grado de inversión vieron caer sus diferenciales desde 85 puntos básicos, su nivel más bajo en cuatro años, hasta 128 puntos básicos recientemente, antes de volver a situarse en torno a 100. En términos normalizados, esto los sitúa en -0,59 de desviación típica, frente a -2,3 en enero, lo que sugiere que ya no están sobrecomprados. En el lado de los bonos basura, los diferenciales se ampliaron aún más en abril, alcanzando un nivel considerado atractivo (1,1 desviaciones típicas por encima de la media), pero desde entonces han vuelto a caer hasta -0,41, lo que indica que las valoraciones se han vuelto a estirar. Con la relajación de las tensiones comerciales y los recortes de tipos del BCE ya descontados por los mercados, esperamos que el crédito europeo se mueva más bien lateralmente a corto plazo, con un potencial ligeramente positivo en el lado del alto rendimiento.



Durante los dos últimos meses, la proporción de bonos de alto rendimiento considerados "distressed", es decir, los que cotizan por debajo de 60, se ha mantenido estable en el 1,73%. Sin embargo, esta cifra podría disminuir en los próximos meses, ya que los emisores que ya han incumplido, como Kleopatra, SBBB y Heimstaden, quedan excluidos de los índices de referencia. Esta categoría suele utilizarse como barómetro del riesgo de impago, y las previsiones actuales no sugieren que la tasa anual de impago supere el 2,5% en 2025. Incluso si consideramos el peor escenario posible, es decir, un impago simultáneo de todos los emisores de menor calificación (entre CCC- y C), sumado a los impagos ya registrados en los últimos 12 meses la tasa máxima alcanzaría el 6,44%, lo que sigue estando bajo control. Otra señal de un mercado más tranquilo es que la proporción de bonos "estresados" (calificados entre 60 y 80) ha bajado del 3,78% en marzo al 3,17%. Combinando los dos segmentos (distressed y under pressure), llegamos al 4,9% del índice total, muy por debajo del máximo del 16,5% alcanzado en 2023, y muy lejos del 39% registrado en plena crisis sanitaria.



Fuente: Bloomberg

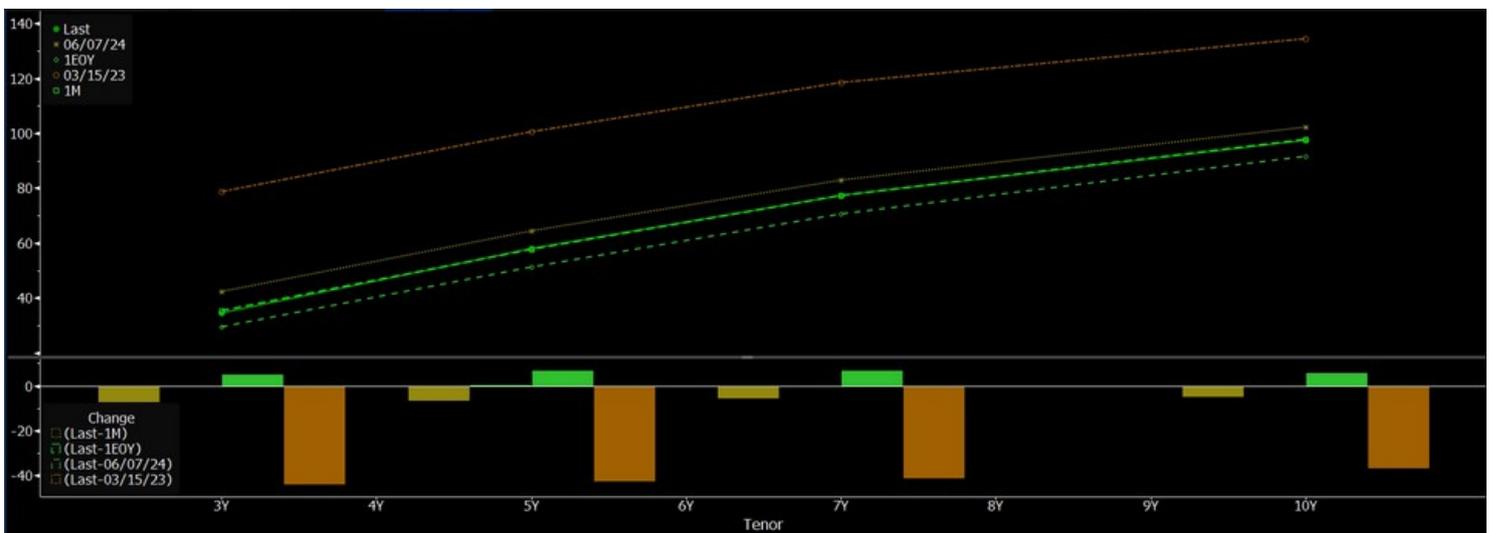


Fuente: Bloomberg

El ratio Crossover/Main aumentó a 5,20 tras el rebote del mercado, en línea con nuestras expectativas, frente a 5 a principios de abril. Esto se debió a una recuperación más rápida en el segmento de grado de inversión (Principal) que en el segmento de alto rendimiento (Crossover), cuando se ajusta por beta. Sin embargo, el ratio volvió a caer rápidamente a 5,17 en un solo día, tras las nuevas amenazas de aranceles estadounidenses contra la Unión Europea. Este retroceso puede explicarse por el hecho de que las grandes empresas europeas, que fueron las primeras en verse afectadas por las anteriores subidas arancelarias, se habían beneficiado inicialmente del rebote, antes de perder terreno ante la amenaza de medidas comerciales más duras. Si no surge pronto ningún acuerdo comercial o señal de apaciguamiento entre Bruselas y Washington, este ratio podría caer aún más, porque en este escenario, es probable que los diferenciales del crédito de calidad (Principal) se deterioren más que los del alto rendimiento (Crossover).



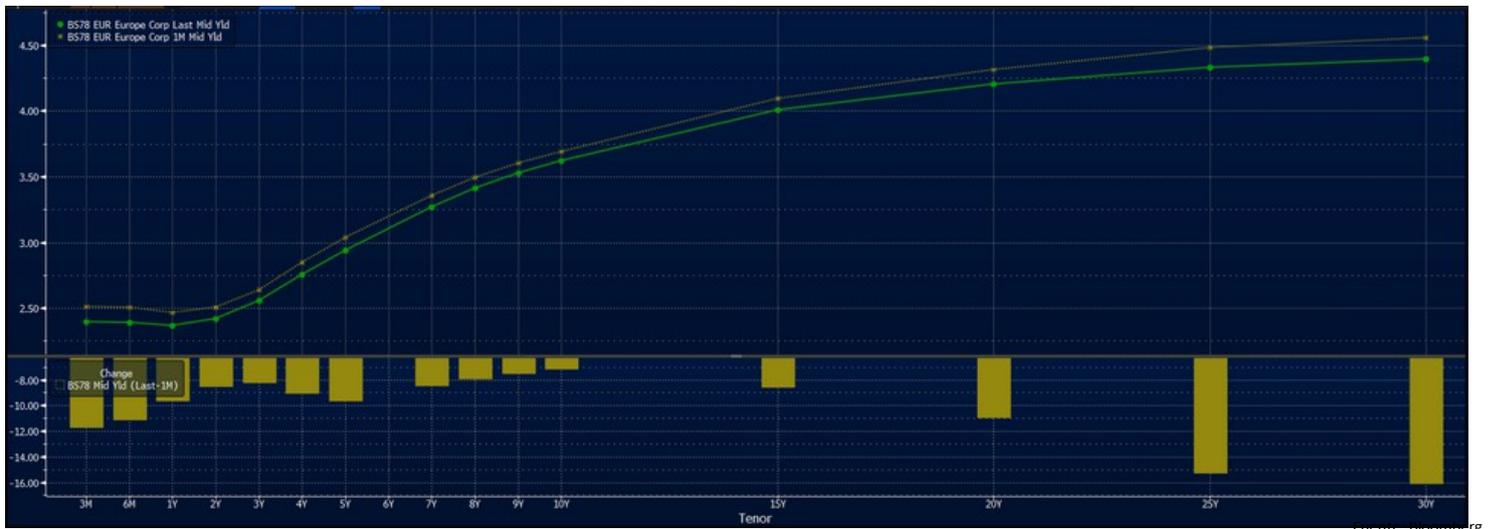
Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

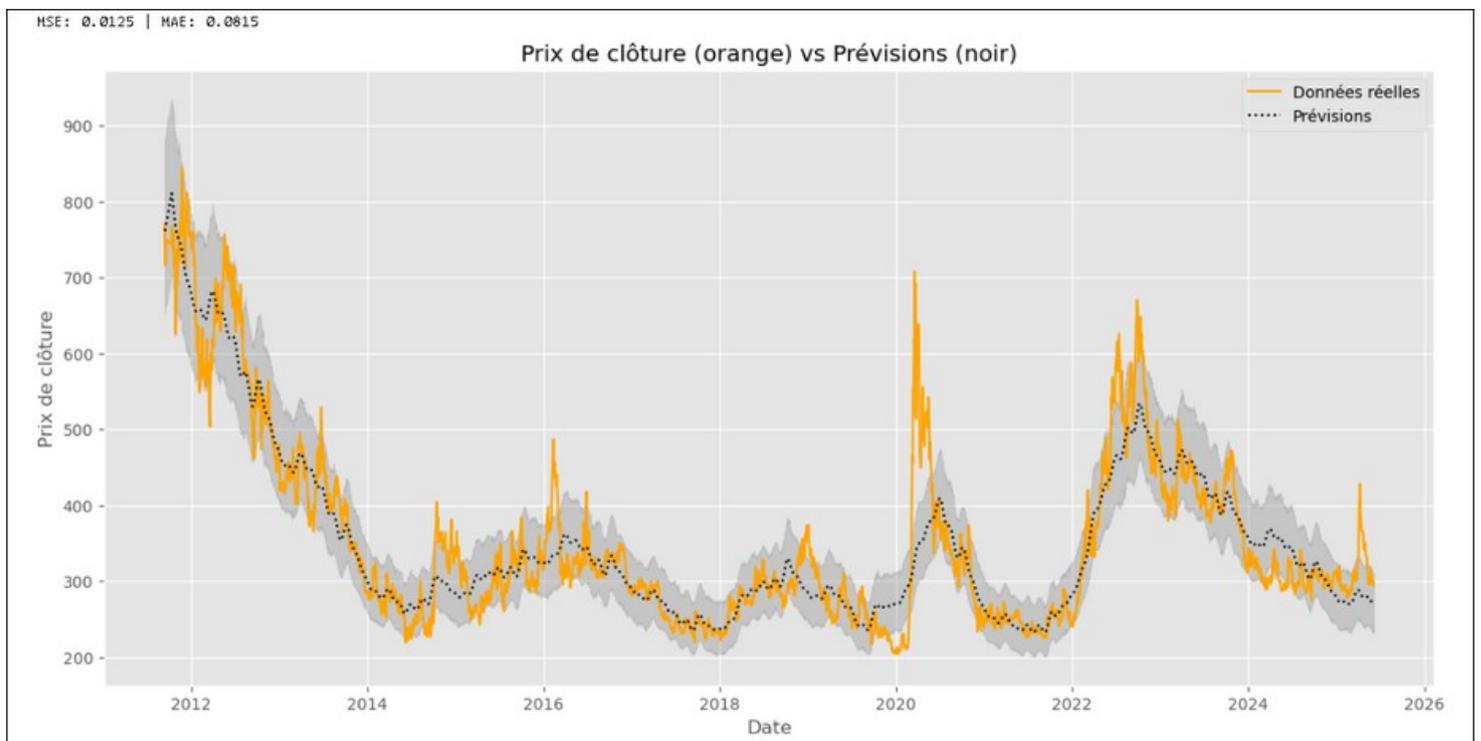
En las últimas semanas, la curva de diferenciales del índice iTraxx Main se ha empujado bruscamente, en un contexto de menor nerviosismo por las tensiones comerciales. Esta tendencia, que también se observa en los bonos al contado, podría estar llegando a su fin. Los diferenciales han vuelto a niveles inferiores a los registrados a finales de año, lo que sugiere que el repunte puede haber sido demasiado rápido.

EUR IG Corporate Curva de rendimientos Hoy - 1 mes



Fuente: Bloomberg

En un horizonte de un mes, los rendimientos han caído en toda la curva. Los segmentos cortos (3M a 1Y) registraron las caídas más significativas, de alrededor de 12 a 14 puntos básicos, mientras que los vencimientos largos (25Y-30Y) también bajaron 15 puntos básicos. Esta convergencia refleja un moderado aplanamiento de la curva. Este endurecimiento de los niveles de rendimiento puede explicarse por una combinación de factores: expectativas de una bajada de los tipos directores del BCE en un contexto de desinflación, refuerzo de la demanda de crédito Investment Grade y compresión de las primas de riesgo. La caída paralela de la curva con respecto al mes anterior indica una mejora de la percepción del riesgo en el segmento IG, apoyada por un entorno macroeconómico más estable.



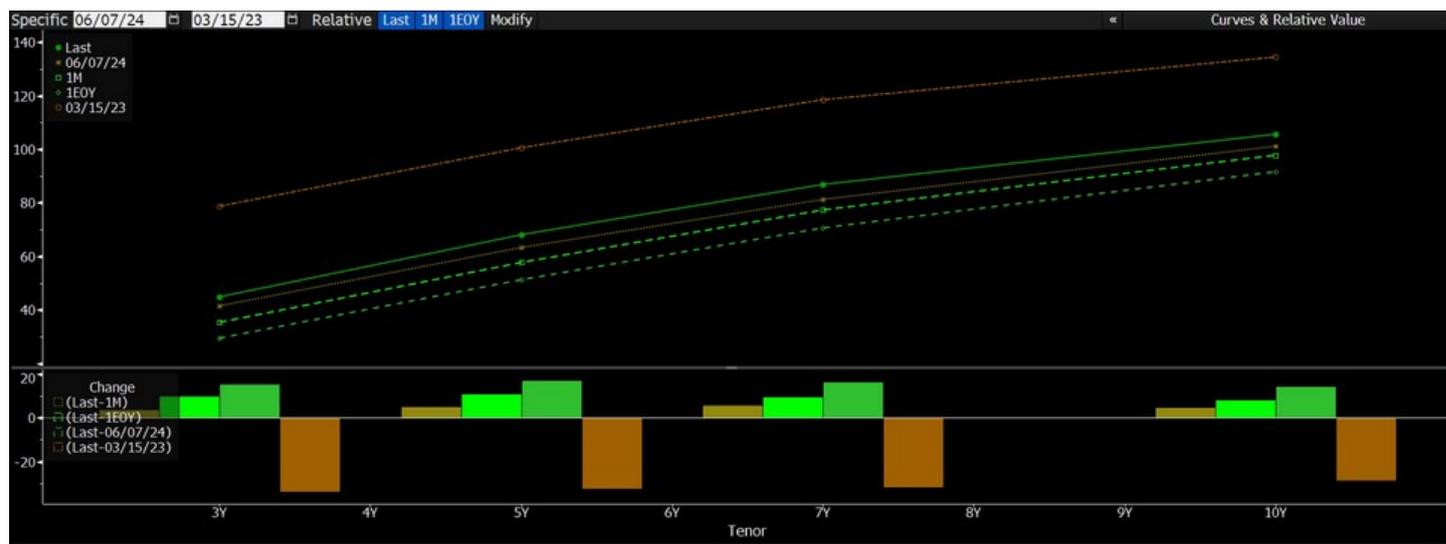
Itraxx Xover Nuestra simulación nos permite mirar h a c i a 2026, cuando esperamos que los precios se estabilicen en una horquilla de entre 250 y 350, salvo nuevos choques externos.



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 retroceso, los diferenciales del Meno se mantienen muy por encima de sus niveles de finales de año.

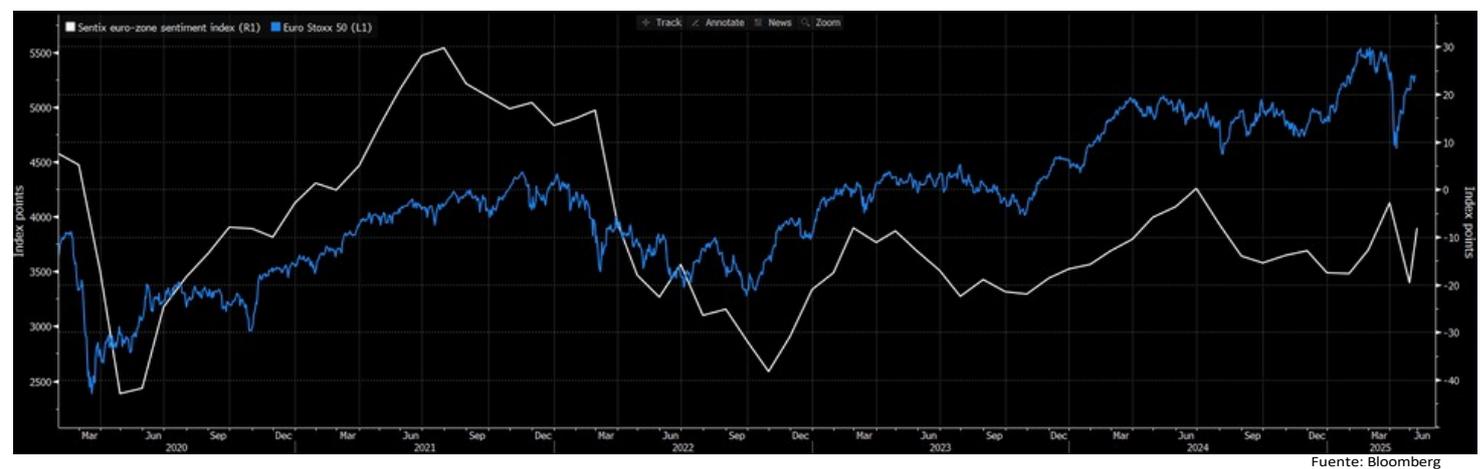
En este contexto de mayor tensión, la estructura de la curva ha cambiado: las relaciones entre los segmentos 3-5 años y 5-10 años se han contraído fuertemente en comparación con el mes pasado. La relación 3s-5s se sitúa ahora en 1,42 (frente a 1,67 anteriormente), mientras que la relación 5s-10s ha bajado 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 favor de un mayor estrechamiento de los diferenciales a corto plazo.



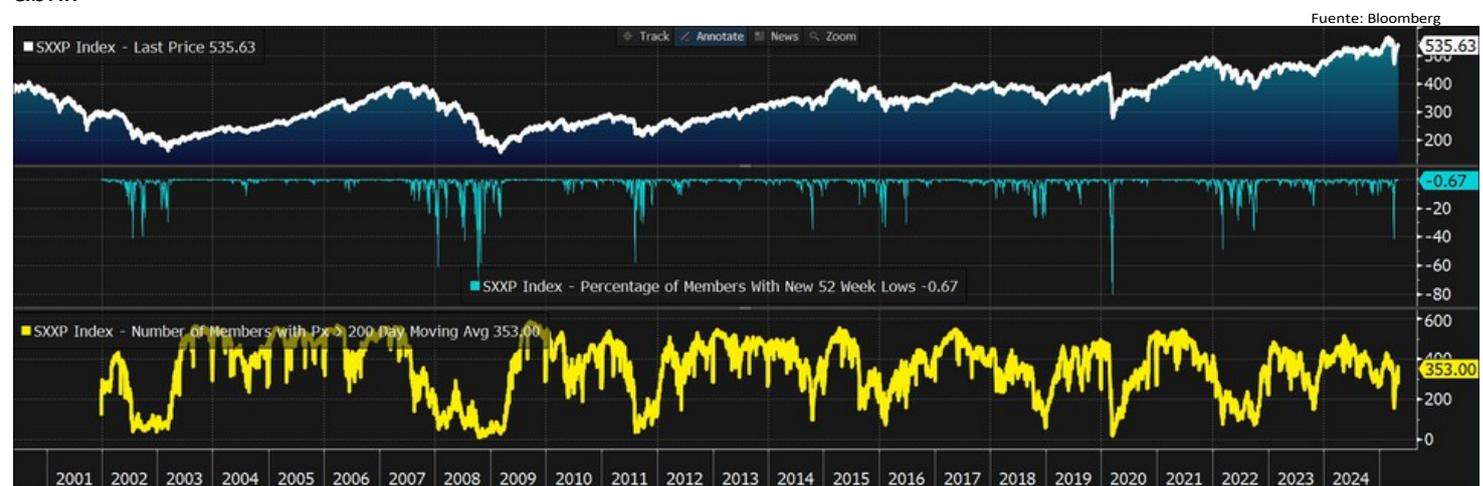
Fuente: Bloomberg

III- a-Mercados europeos



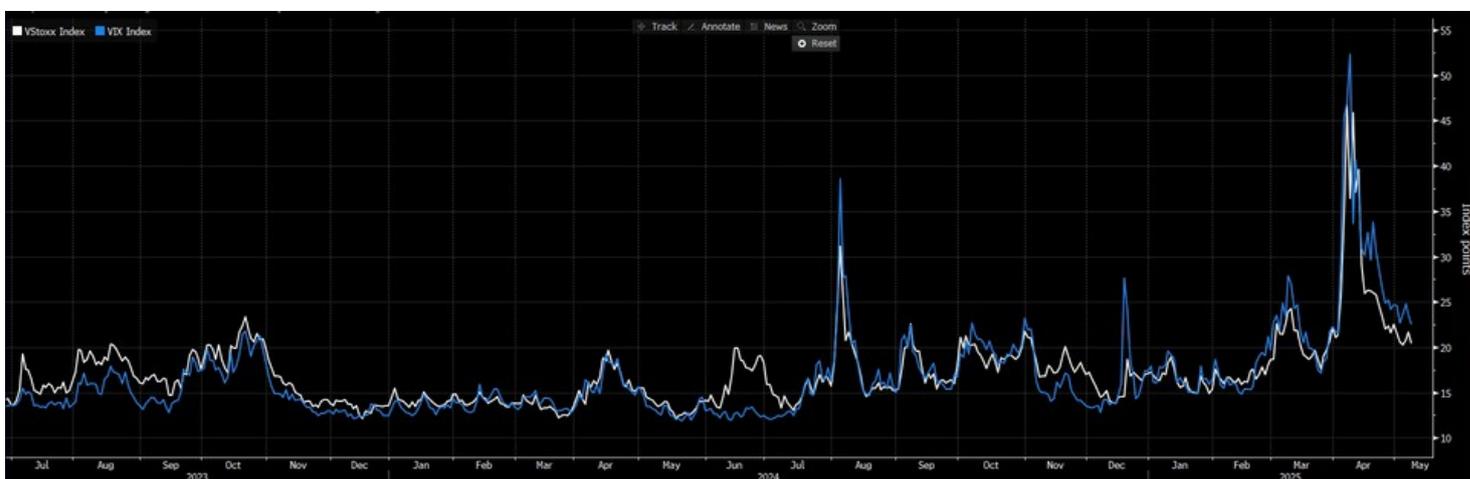
Fuente: Bloomberg

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



Fuente: Bloomberg

La mayoría de las empresas del Stoxx se han recuperado de sus mínimos de 52 semanas.

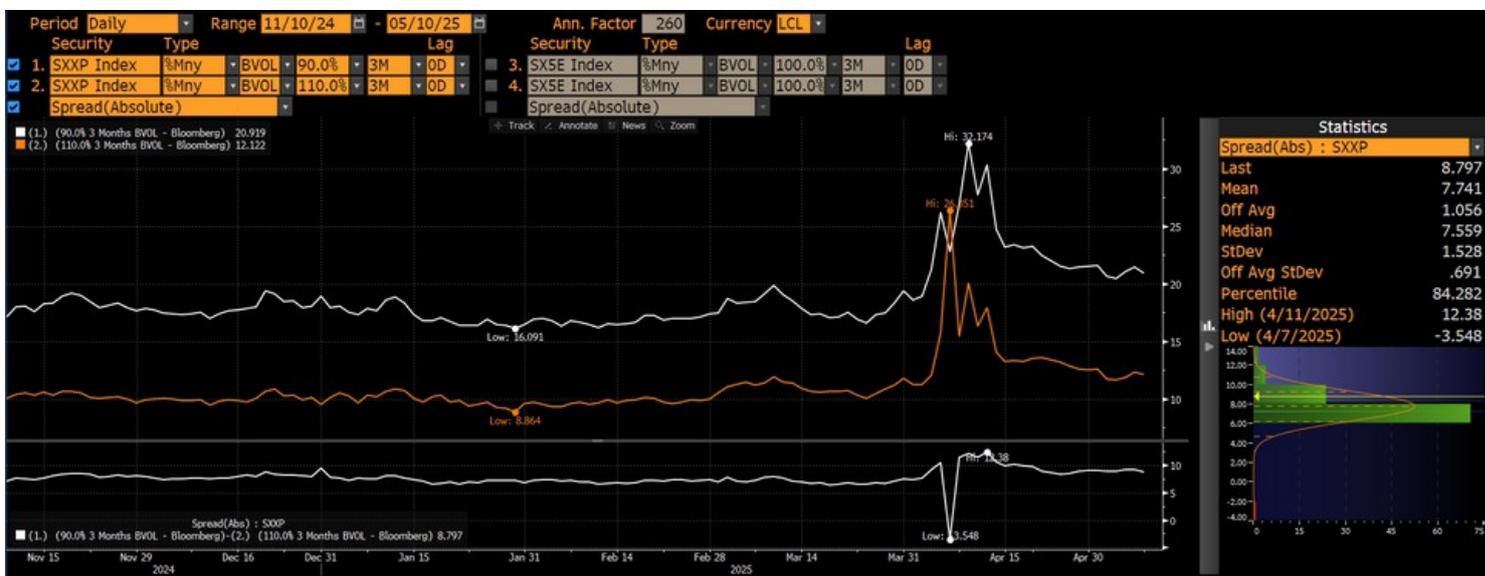


Una comparación del Vix y el Vstoxx muestra que los mercados europeos se recuperan mucho más rápidamente que en Estados Unidos.

Units	Spot	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				
OI Delayed												
Strike Total	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	0	12.6B	0	17.9M	0	5.7B
520	1.2B	0	170M	0	0	0	0	799.6M	0	535.6k	0	269.6M
522.5	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	--
525	386.4M	0	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	0	--
530	324.7M	0	13.4M	0	0	0	0	212.9M	0	0	0	98.3M
532.5	2.7M	0	2.7M	0	0	0	0	26.8k	0	0	0	--
535	197.7M	26.8k	0	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	0	--
540	657.4M	0	85.5M	0	26.8k	0	0	531.3M	0	0	0	40.5M
542.5	71.9M	0	71.9M	0	0	0	0	0	0	0	0	--
545	274.6M	0	107.3M	1.1M	0	0	0	126M	0	0	0	40.2M
547.5	535.6k	0	508.8k	0	0	0	0	26.8k	0	0	0	--
550	1.3B	0	482.4M	0	0	0	0	656.6M	0	0	0	169.5M
552.5	53.6k	0	53.6k	0	0	0	0	0	0	0	0	--
555	56.2M	0	0	0	0	0	0	56.2M	0	0	0	--
557.5	399.6M	0	133.9k	0	0	0	0	399.5M	0	0	0	--

Fuente: Bloomberg

Este cuadro muestra la situación de las posiciones en 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 punto de anclaje o 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 (110%, 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.



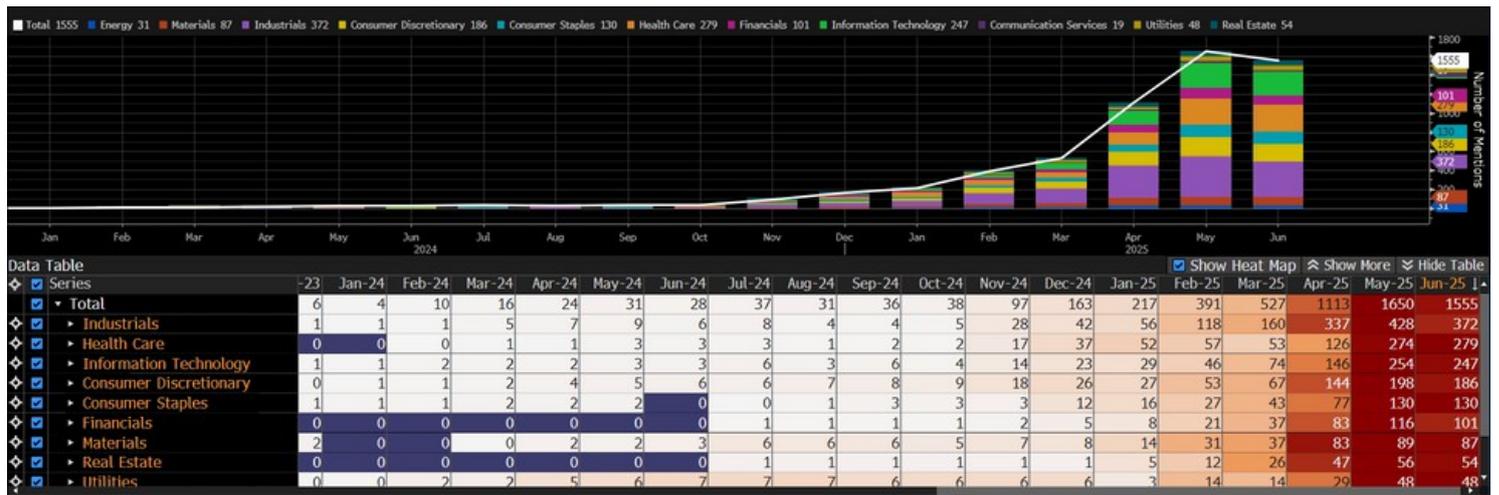
III- b- Mercados americanos.

Los últimos resultados del S&P 500 muestran un crecimiento global de las ventas del 4,55% y de los beneficios del 12,76%, para casi todas las empresas del índice. Las empresas con mejores resultados fueron las de tecnología (+12,36% en ventas, +19,87% en beneficios), sanidad (+8,82% en ventas, +43,95% en beneficios) y comunicaciones (+6,78% en ventas, +33,20% en beneficios). Por el contrario, energía y materiales vieron caer fuertemente sus beneficios (-12,78% y -14,36% respectivamente) y contraerse sus ventas. La tendencia histórica es que los beneficios crezcan más deprisa que las ventas. Por último, la reacción de los mercados siguió siendo dispar, ya que algunos sectores se beneficiaron de sus buenos resultados, mientras que otros no lo hicieron.



Fuente: Bloomberg

La imagen muestra un fuerte aumento de las menciones de la palabra "aranceles" en las comunicaciones de las empresas del S&P 500 desde principios de 2025, con un máximo de 1.650 en mayo, seguido de 1.555 en junio. Los sectores más afectados son el manufacturero (372 menciones), el sanitario (279) y el tecnológico (247). Esta tendencia ilustra la creciente importancia de las cuestiones de precios para estas empresas en un clima económico incierto.



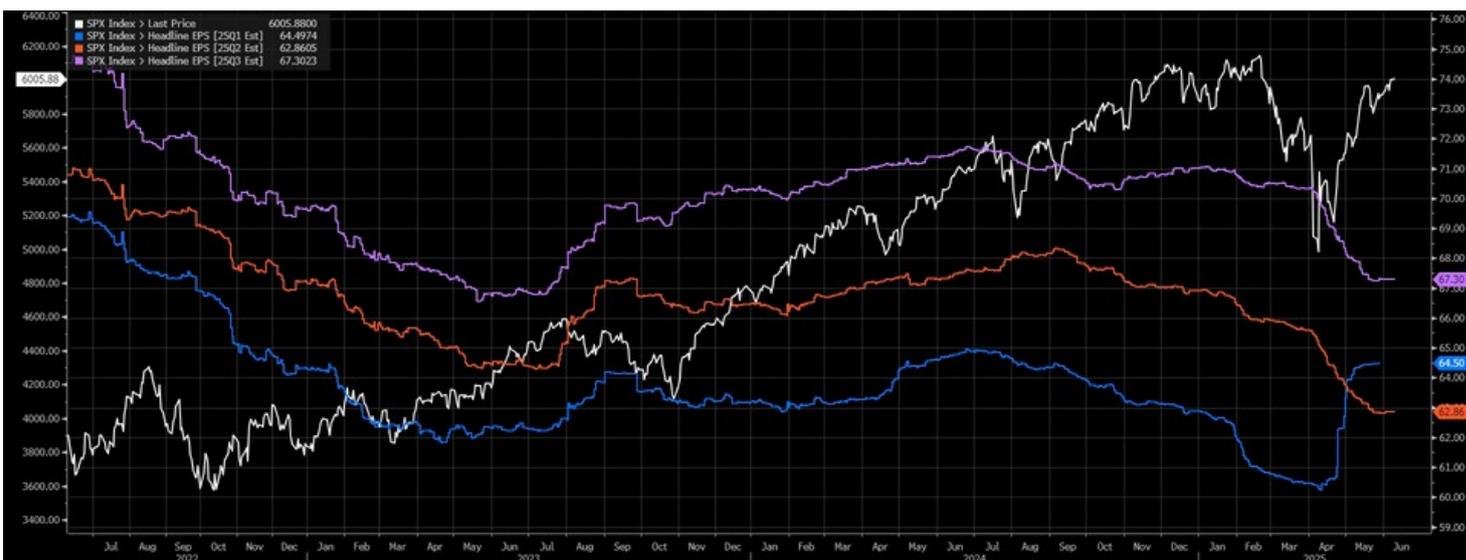
Fuente: Bloomberg



Fuente: Bloomberg

El Vix/Vix3m muestra claramente el repunte a corto plazo de la volatilidad en abril, típico de los descensos de la volatilidad. La recuperación posterior a la sacudida ha sido más que lineal, y el indicador coquetea ahora con la zona de venta.

Una mirada atenta a la dinámica reciente entre el índice S&P 500 y las expectativas de beneficios futuros revela una creciente disyuntiva, que bien podría obligar a los expertos a moderar sus proyecciones. Mientras que el S&P 500, representado por la curva blanca, desafió las expectativas alcanzando cotas sin precedentes a lo largo de 2024 y principios de 2025, ilustrando un notable ascenso, las previsiones de beneficios por acción para los 2 trimestres siguientes iniciaron paradójicamente un descenso perceptible a partir de abril de 2025. Esta erosión de las previsiones de beneficios futuros, en marcado contraste con la persistencia del índice en niveles elevados, apunta a una posible disonancia entre el efervescente optimismo del mercado y una revisión más pragmática de los fundamentales. Históricamente, las previsiones de beneficios ascendentes se han caracterizado a menudo por una cierta exuberancia a principios de año, seguida de una serie de correcciones a la baja a lo largo de los meses. El ejemplo reciente, en el que las estimaciones de crecimiento para el segundo trimestre de 2025 cayeron del 9,3% en marzo al 4,9% en junio, y en el que las revisiones para el conjunto del año 2025 van en la misma línea, confirma esta tendencia recurrente. El acortamiento de estos horizontes de crecimiento de los beneficios, combinado con un índice bursátil que ya parece haber incorporado plenamente los rendimientos pasados más deslumbrantes, pone de relieve el riesgo de que las actuales valoraciones del S&P 500 superen la realidad de unos beneficios más modestos. Ante esta situación, parece verosímil que los analistas se vean obligados a ajustar sus objetivos a niveles inferiores, con el fin de conciliar las expectativas del mercado con unas perspectivas de beneficios más acordes con las realidades económicas.

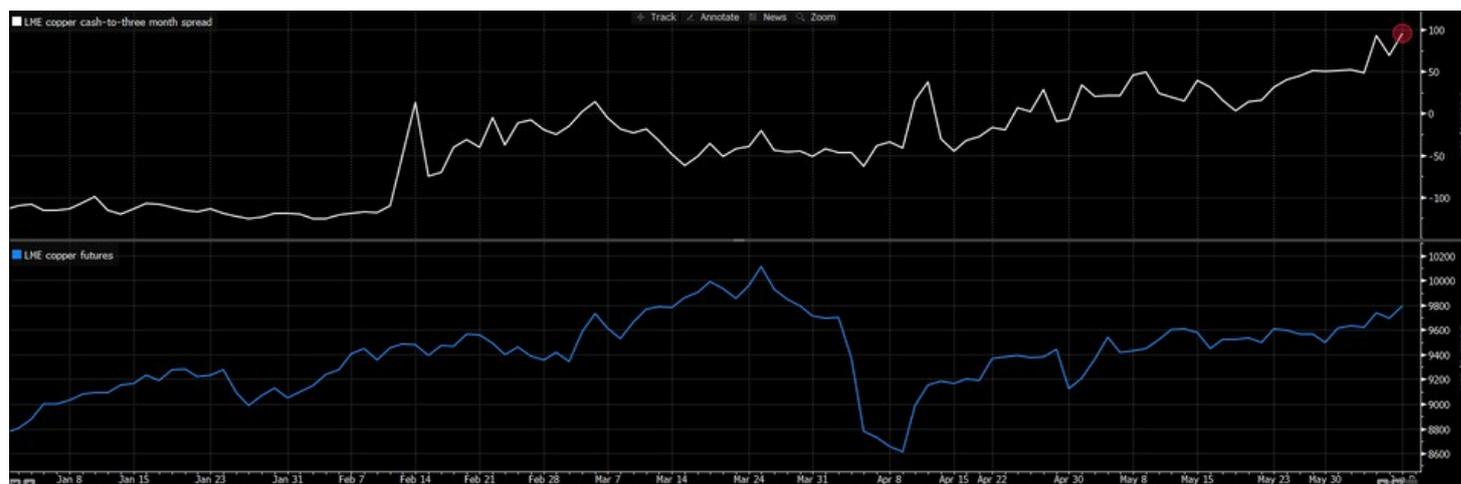


IV. Metales comunes y metales preciosos

- Cobre.

Las plantas de transformación de cobre de China se disponen a enviar parte de su producción al extranjero, atraídas por la promesa de mejores precios a escala mundial. Esta iniciativa, lejos de ser insignificante, pone el foco en un mercado mundial que parece cada vez más tenso, con reservas que cambian de manos y temores persistentes ligados a las barreras aduaneras.

Varias fundiciones chinas tienen previsto enviar sus cargamentos a depósitos aduaneros seguros o directamente a puntos de almacenamiento de la Bolsa de Metales de Londres en Asia, con entregas previstas para junio y julio. Es importante señalar que estos movimientos potenciales se sumarían a los compromisos de venta a largo plazo existentes.



Fuente: Bloomberg

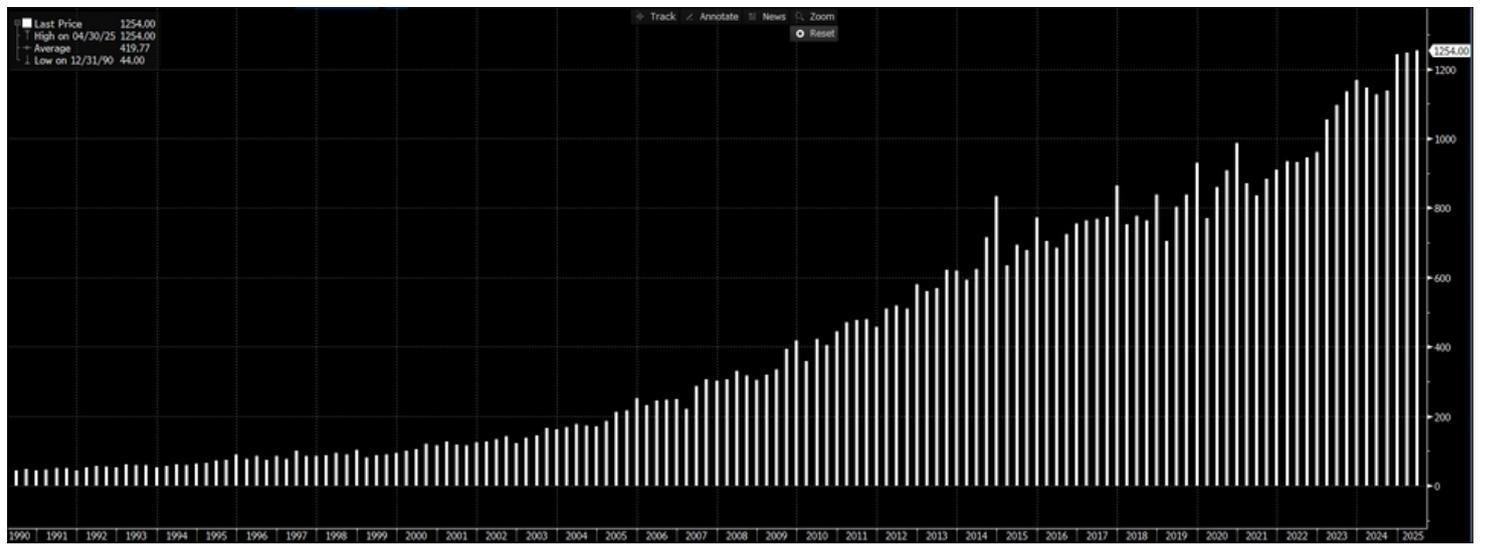
En Londres, los precios del cobre se han disparado un 11% este año, desafiando los temores a una guerra comercial estadounidense que podría frenar el crecimiento. Una investigación de la Administración estadounidense sobre el mercado podría allanar el camino a la imposición de tasas a la importación. Como consecuencia, las acciones de la LME están cayendo, mientras que las de EE.UU. están subiendo.

La tensión mundial es palpable: el diferencial entre los precios del cobre al contado y a tres meses en la LME se ha ampliado en backwardation, lo que significa que los precios inmediatos son más altos que los futuros, lo que indica una escasez de oferta. Este diferencial ha alcanzado incluso su nivel más amplio desde 2022. Las existencias inmediatamente disponibles en la LME han caído un 78% este año (hasta su nivel más bajo desde julio de 2023), lo que contrasta con la explosión de las reservas del Comex, que están en su nivel más alto desde 2018.

Aunque China es el mayor consumidor mundial y un importante importador neto, sus flujos han cambiado de dirección de vez en cuando, gracias en parte a su creciente producción interna. Se espera que sus fundiciones produzcan este año casi la mitad del cobre refinado del mundo. Estas exportaciones de arbitraje se producen en un momento de debilitamiento del mercado chino, propio de la tregua veraniega. La prima del cobre de Yangshan (un indicador de la demanda de importación) se ha reducido a la mitad en un mes, y las existencias de la Bolsa de Futuros de Shanghai se han recuperado ligeramente tras caídas récord.



JVR INVEST
GET HIGHER



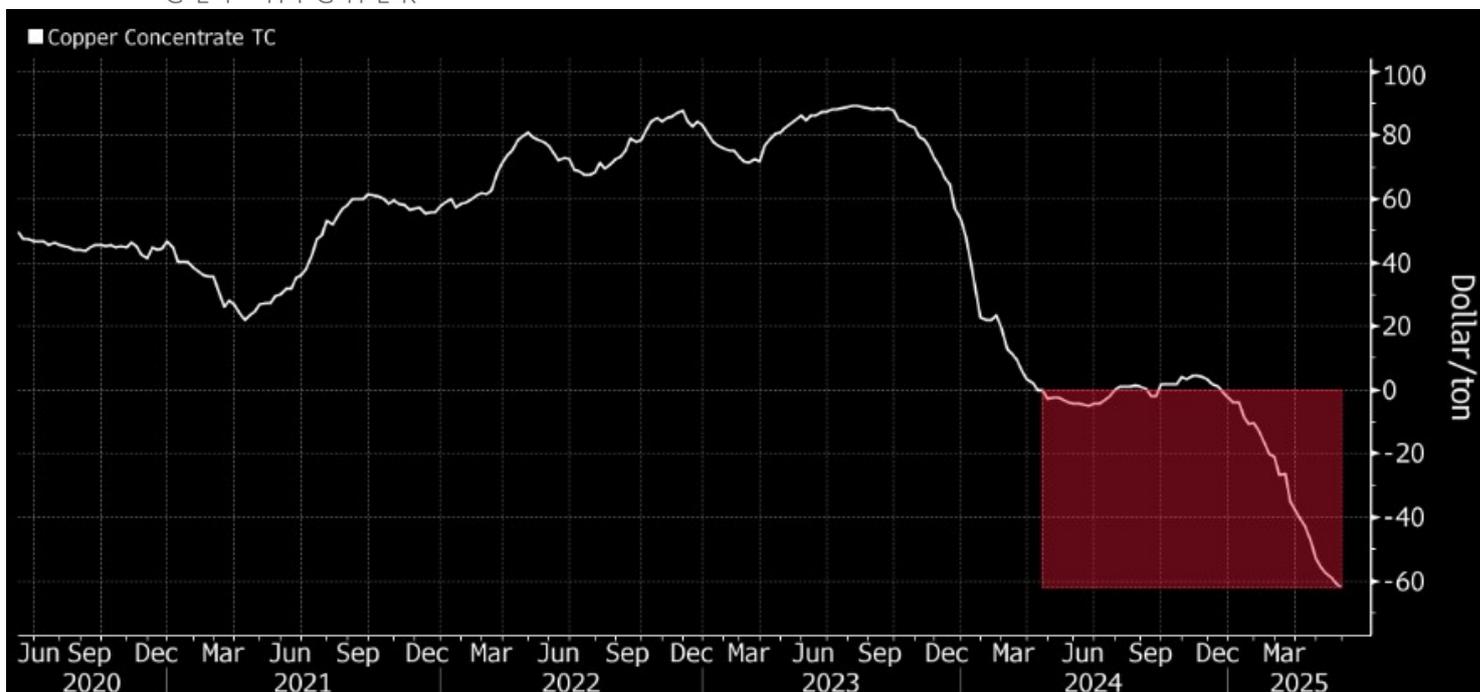
Fuente: Bloomberg

China, campeón indiscutible de la producción de cobre refinado, ha visto cómo este año su producción alcanzaba un máximo histórico. Este aumento se produce a pesar de un clima de tensiones comerciales que ensombrece las perspectivas de la demanda mundial. Esta superabundancia está creando una competencia feroz, transfiriendo un mayor poder de negociación a los gigantes mineros mundiales. En este contexto, los cánones de tratamiento del cobre, que suelen ser una importante fuente de ingresos para las plantas de transformación, se han hundido en territorio negativo en el mercado al contado. El grupo minero chileno Antofagasta, por ejemplo, ha llegado incluso a sugerir tarifas negativas.

La crítica situación a la que se enfrentan las fundiciones del mundo apunta a la posibilidad de recortes de capacidad, como ilustra el cierre de una planta de Glencore en Filipinas en febrero. La atención se centra en la inesperada resistencia de la producción china y su sostenibilidad. Esta resistencia se explica por el predominio de los productores estatales y de las fundiciones chinas más grandes, eficientes y competitivas. El año pasado se abrieron tres grandes plantas nuevas, que compensaron las dificultades de las operaciones más pequeñas. El suministro de mineral no parece ser un problema, ya que las importaciones de concentrado aumentaron un 7,4% en los cinco primeros meses.



JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

El coste de transformación del concentrado de cobre, esencial para los ingresos de las fundiciones, cayó por debajo de cero en el mercado al contado en diciembre, llegando incluso a -60 la tonelada el mes pasado. Esta situación crítica amenaza ahora con un destino similar para los suministros a plazo. En la práctica, esto significa que los fundidores pagan ahora más por el mineral de cobre que el valor de mercado del metal puro que contiene, lo que altera su modelo de negocio.

- Oro.

El oro se estabilizó tras perder casi un 2% en las dos sesiones anteriores, animado por las esperanzas de una relajación de las tensiones comerciales entre las dos principales potencias económicas del mundo.

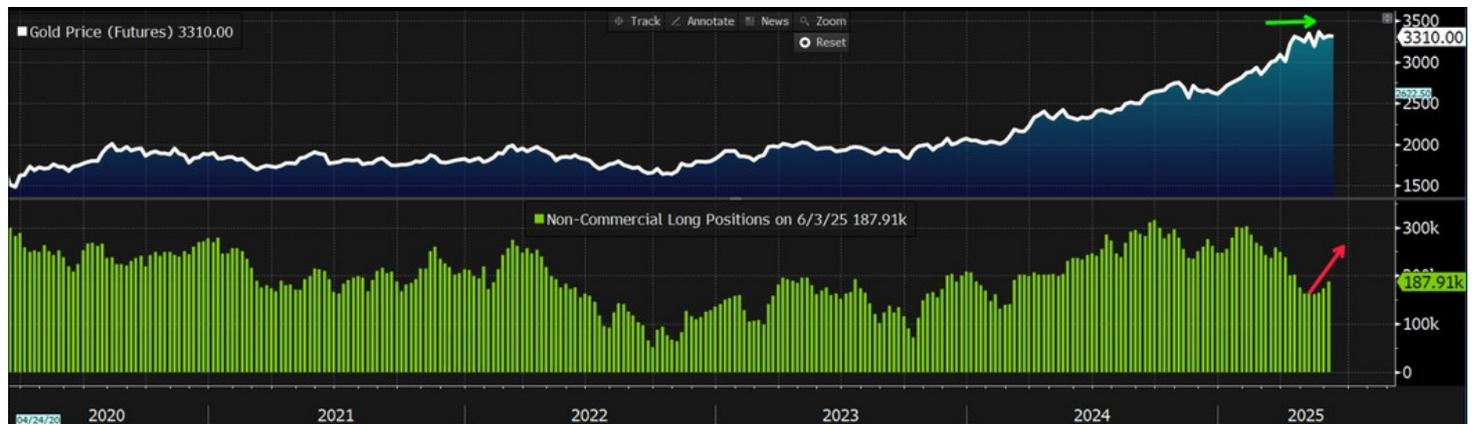
El metal precioso cotizaba por encima de los 3.315 dólares la onza, tras retroceder el viernes después de que las cifras de empleo estadounidenses, mejores de lo esperado, aliviaran algunas preocupaciones sobre una desaceleración económica en EE.UU. El lunes están previstas nuevas conversaciones comerciales en Londres entre delegaciones de Washington y Pekín, con especial atención a la posición estratégica de China en la producción de tierras raras. Los inversores también estarán muy atentos a los resultados de una subasta de bonos estadounidenses a largo plazo prevista para el jueves. El clima internacional de desconfianza hacia la deuda estadounidense está convirtiendo lo que suele ser una operación rutinaria en un acontecimiento muy esperado. Un resultado decepcionante podría beneficiar al oro, considerado un valor refugio. Esto podría reforzar el impulso alcista del metal amarillo, que ya ha ganado más de un 25% desde principios de año, impulsado por un entorno económico y geopolítico cada vez más inestable. Los bancos centrales también siguen apoyando la demanda, y el banco central de China amplió sus compras de oro por séptimo mes consecutivo en mayo, según los últimos datos publicados este fin de semana.



La relación entre los futuros del cobre y del oro sigue siendo un indicador clave de la dinámica económica mundial. Tradicionalmente, una relación alta refleja confianza en el crecimiento (el cobre es un metal industrial), mientras que una relación baja sugiere una preferencia por activos refugio, normalmente en tiempos de incertidumbre. Los marcadores azul claro (indicador mensual de recesión en EE.UU.) siguen activos en el gráfico, marcando periodos de tensión macroeconómica. Históricamente, estas activaciones coinciden con mínimos en la relación cobre/oro. El hecho de que el indicador siga activo en 2025, a pesar de una ligera subida reciente del ratio, sugiere que el mercado se mantiene alerta ante el riesgo de recesión.



JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

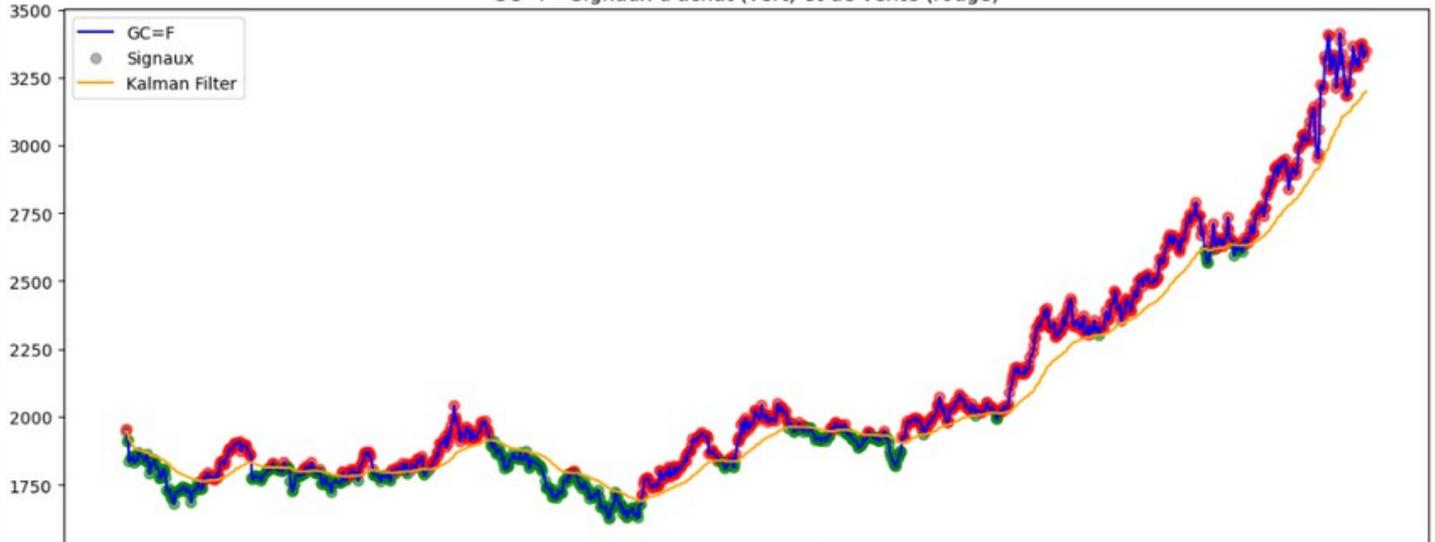
El precio del oro siguió subiendo y alcanzó los 3.310 dólares la onza, apoyado por un renovado interés especulativo visible en las posiciones largas netas no comerciales. Estas superaron los 187.000 contratos a principios de junio de 2025, lo que supone un fuerte aumento respecto a los niveles observados a principios de año. Este repunte refleja la renovada confianza de los inversores en que continuará la tendencia alcista del metal precioso, en un contexto de incertidumbre macroeconómica y tensiones geopolíticas.

La correlación entre el precio del oro y el posicionamiento especulativo se está reforzando, lo que sugiere un movimiento respaldado tanto por los fundamentales como por los flujos. Sin embargo, este elevado posicionamiento también podría indicar vulnerabilidad a corto plazo. Un cambio en el sentimiento del mercado o una subida inesperada de los rendimientos reales podrían desencadenar rápidamente una venta masiva. Por el momento, el oro sigue animado por un entorno favorable, pero la acumulación de posiciones largas invita a la cautela.

Fuente: Bloomberg



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



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



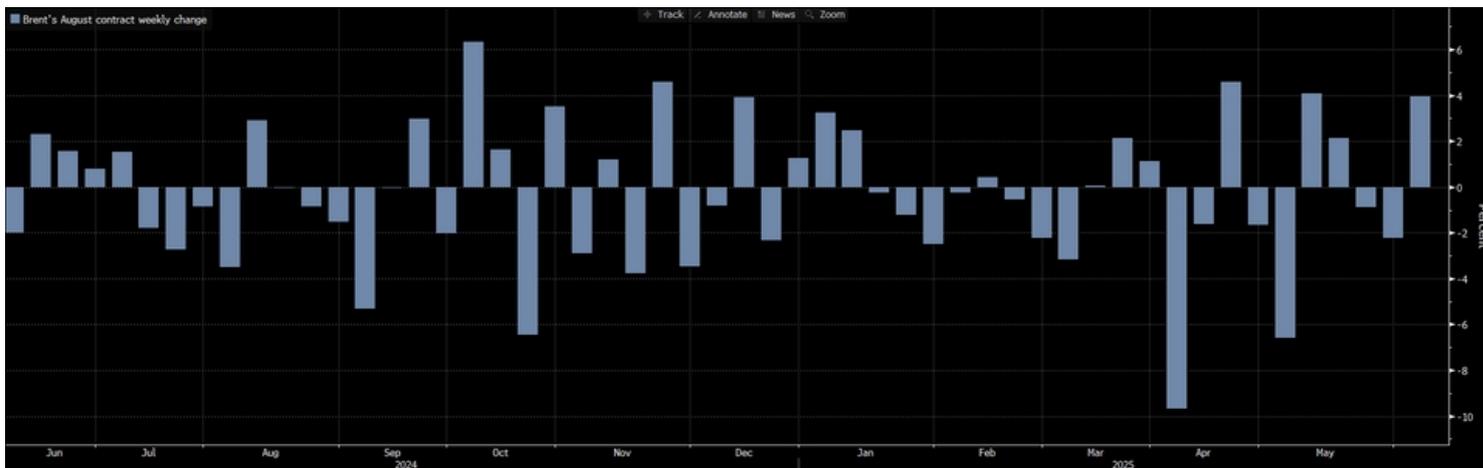
Paramètre process_noise optimal : 0.001

V- Energía

Los precios del petróleo se mantuvieron relativamente estables tras subir el jueves, impulsados por el renovado optimismo de que las tensiones comerciales entre Estados Unidos y China se estaban relajando. El alivio se produjo después de un intercambio telefónico entre los presidentes Donald Trump y Xi Jinping, durante el cual los dos líderes acordaron reanudar las conversaciones para resolver las disputas comerciales, en particular sobre los aranceles y el acceso a las tierras raras.

En este contexto, el Brent cotizaba en torno a los 65 dólares el barril, encaminándose a su primera subida semanal desde mediados de mayo, mientras que el WTI rozaba los 63 dólares. Desde el inicio del segundo mandato de Trump, los precios del petróleo han caído en torno a un 20%, afectados por la preocupación sobre el impacto de las disputas comerciales en la demanda mundial. Sin embargo, desde mediados de mayo, la volatilidad se ha atenuado a medida que los mercados tienen en cuenta una serie de factores: la evolución de las negociaciones chino-estadounidenses, el aumento estacional del consumo vinculado al verano, las tensiones geopolíticas, en particular en Irán y Rusia, y la posibilidad de que la alianza OPEP+ vuelva gradualmente a suministrar.

Los observadores también se preguntan qué postura adoptará Arabia Saudí en la próxima reunión de la OPEP y sus socios, prevista para el 6 de julio. Riad podría presionar para que se reanuden más rápidamente los volúmenes en pausa, con el objetivo de recuperar la cuota de mercado perdida. En los mercados de opciones, crecen las expectativas de un exceso de oferta a finales de año y en 2026. Las posiciones abiertas en opciones de diferencial de calendario del crudo WTI, que miden la diferencia entre los precios en distintas fechas de entrega, alcanzaron un máximo histórico esta semana, según datos de CME Group.



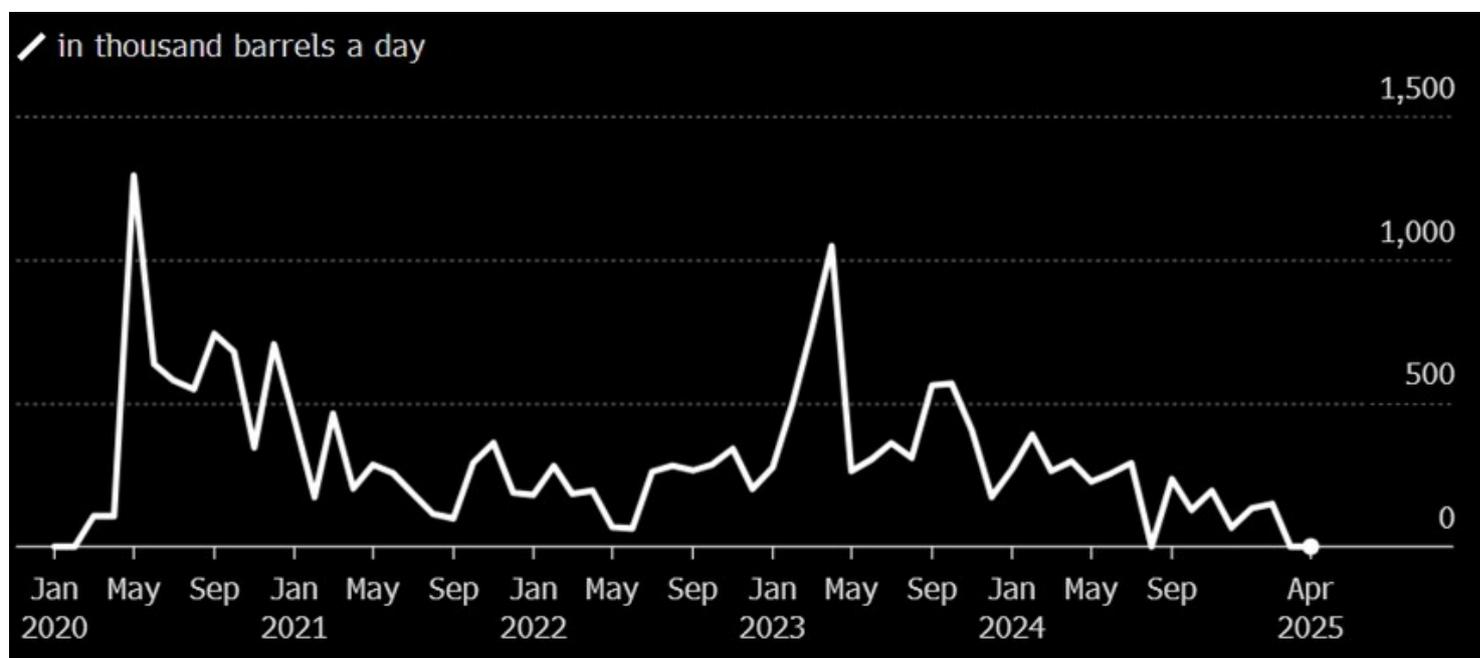
Fuente: Bloomberg



China, primer importador mundial de crudo, suspendió sus compras de petróleo estadounidense por segundo mes consecutivo, como consecuencia directa de las prolongadas tensiones comerciales con Estados Unidos. Según los datos publicados por la Oficina del Censo, esta falta de flujos comerciales contribuyó a la contracción de las exportaciones estadounidenses de crudo, que cayeron en abril a su nivel más bajo del año.

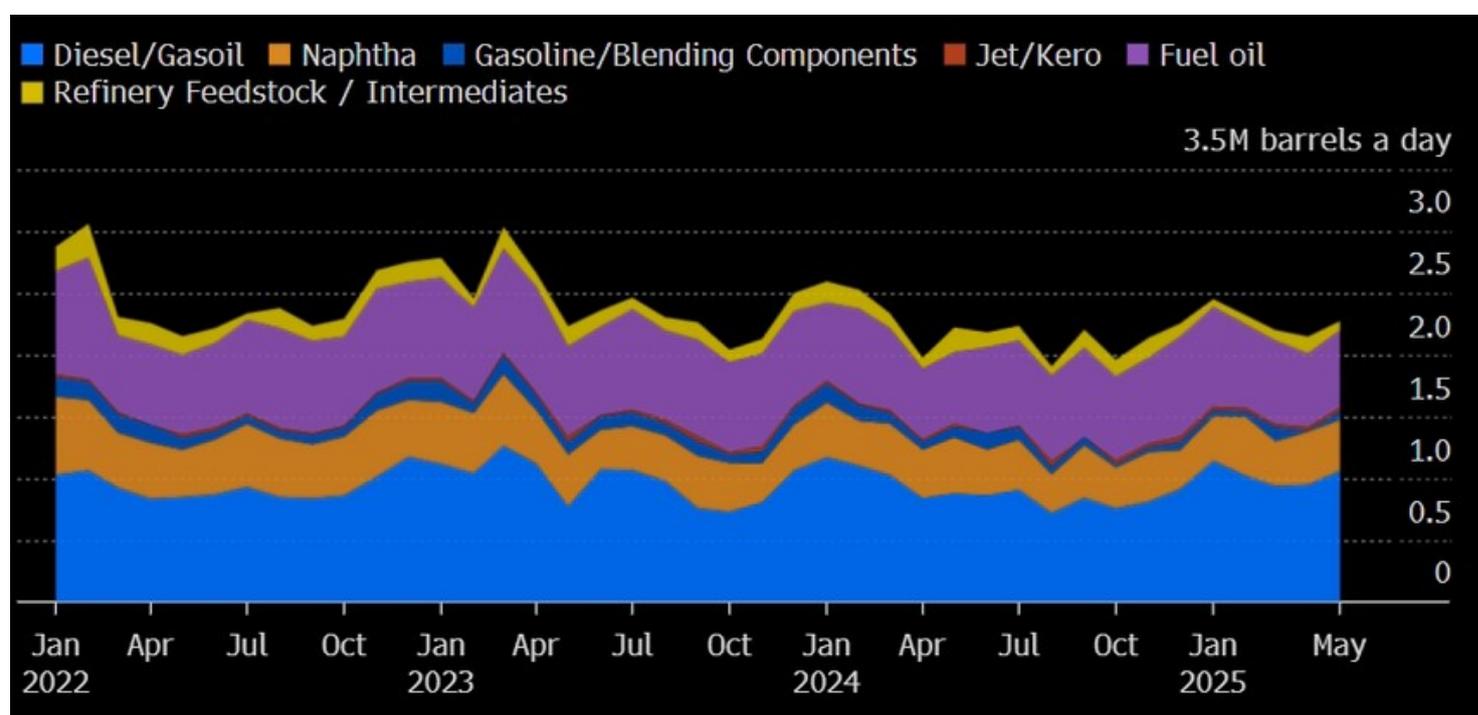
A modo de comparación, en el mismo periodo de 2024, China importó una media de 297.000 barriles/día de crudo de Estados Unidos, volumen que se había triplicado en 2023. La doble ausencia de compras en marzo y abril es una primicia desde el periodo de perturbación provocado por la pandemia. Esta retirada china está teniendo un impacto directo en los productores estadounidenses de esquisto, que dependen en gran medida de la demanda externa para mantener su rentabilidad y sostener sus niveles de negocio. El retroceso se produce en un contexto en el que la OPEP+ está aumentando gradualmente su producción, con Arabia Saudí en particular aplicando una estrategia encaminada a recuperar la cuota de mercado cedida a los productores estadounidenses no convencionales. La combinación de un menor acceso al mercado chino y una mayor competencia por el suministro mundial podría acentuar la presión sobre los márgenes y los volúmenes de exportación del sector petrolero estadounidense.

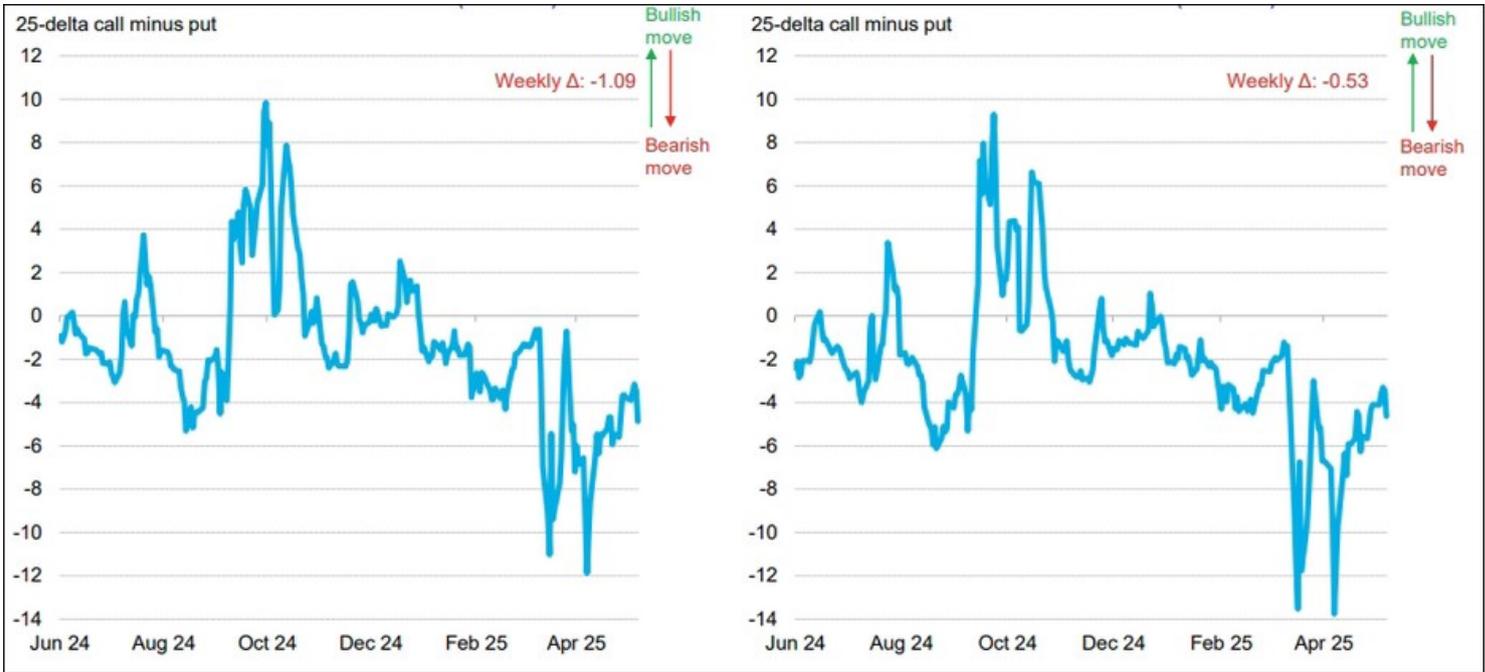
Fuente: Bloomberg



En mayo de 2025, las exportaciones marítimas rusas de productos refinados del petróleo mostraron tendencias diferenciadas por segmentos, encabezadas por un claro repunte de los flujos de gasóleo, que contrasta con el descenso de la nafta y las materias primas para refinerías.

Las exportaciones de gasóleo y gasóleo ascendieron a cerca de 1,1 millones de barriles diarios, un 11% más que en abril, alcanzando su nivel más alto desde enero de 2025. Este volumen también representa un aumento del 20% en comparación con mayo de 2024. Este aumento se debe principalmente a la intensificación de los cargamentos procedentes de los puertos del Mar Negro, que permitió aumentar los suministros a los mercados turco y asiático. Los volúmenes de nafta disminuyeron un 4%, hasta 415.000 barriles diarios. En fuelóleo, los envíos aumentaron un 5% hasta 623.000 barriles diarios, gracias sobre todo a un aumento de las cargas en los puertos bálticos, que compensó una caída de la actividad en el Mar Negro. Al mismo tiempo, las exportaciones de materias primas intermedias para refinerías, como el gasóleo de vacío, cayeron bruscamente un 45%, hasta 75.000 barriles diarios. Los envíos de gasolina y componentes para mezclas repuntaron hasta 66.000 barriles diarios, mientras que los flujos de queroseno/carburante de aviación se mantuvieron estables en 33.000 barriles diarios, confirmando una demanda internacional moderada pero constante en este segmento.





Fuente: Bloomberg

Los sesgos a un mes siguen en territorio negativo, lo que no augura nada bueno para el petróleo, incluso tras la relajación de las tensiones entre China y Estados Unidos.

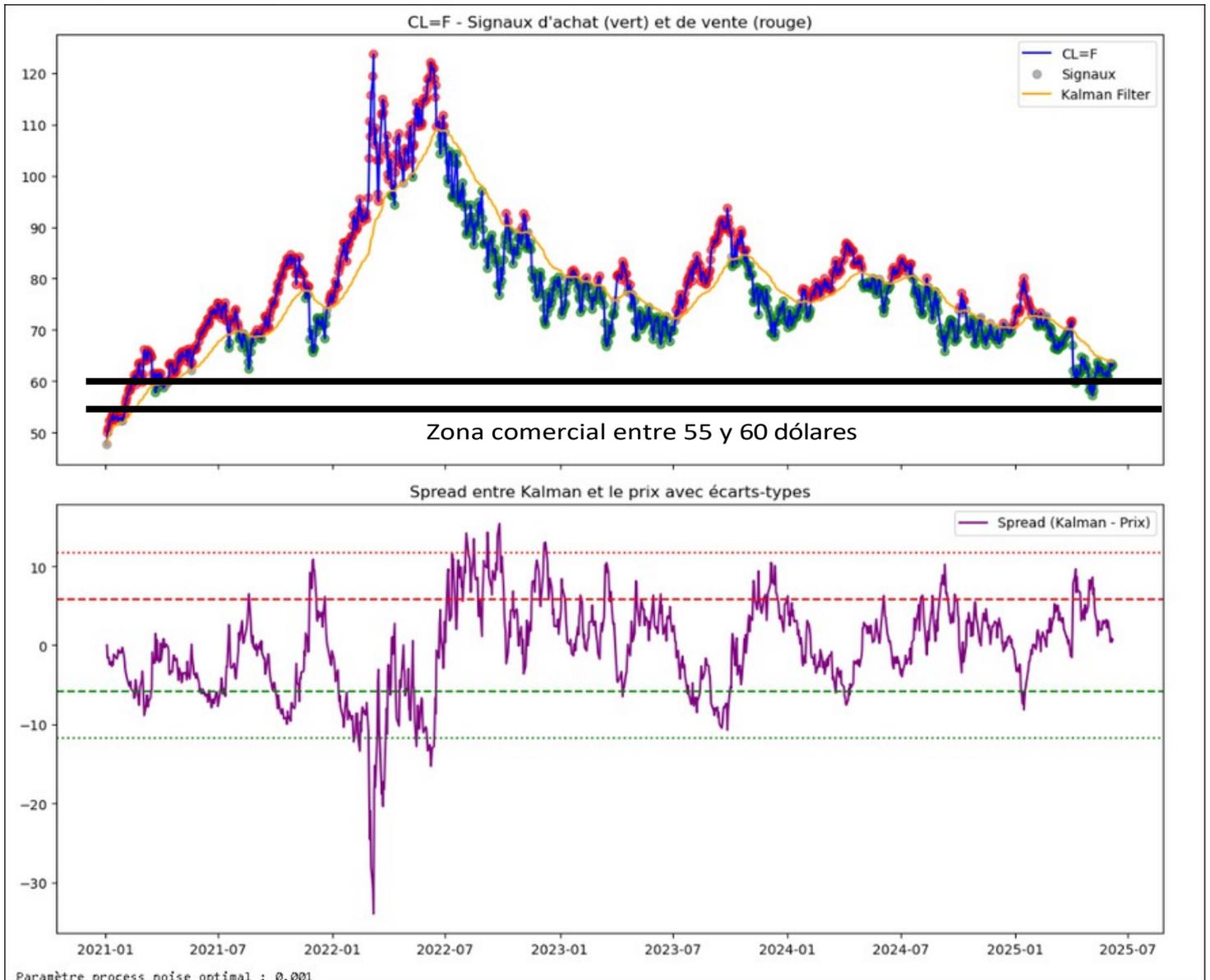
Calls										30-May-25	Puts									
17	48	77	110	139	171	349	536	717	Days to expiry	17	48	77	110	139	171	349	536	717		
Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jun-26	Dec-26	Jun-27	Strike	Jul-25	Aug-25	Sep-25	Oct-25	Nov-25	Dec-25	Jun-26	Dec-26	Jun-27		
										60.79										
692	3	52	2	10	134	-	-	-	45.00	10,653	9,541	10,017	3,267	571	7,059	299	752	100		
400	28	335	18	-	511	-	500	-	50.00	24,262	15,975	24,513	2,440	733	19,741	4,710	3,838	-		
812	2,268	1,160	91	96	1,960	6	1	-	55.00	20,771	9,297	22,731	4,763	1,731	17,699	3,578	2,605	100		
5,055	7,304	6,483	4,133	634	5,703	1,829	4,354	-	60.00	22,551	6,551	13,335	11,848	6,266	22,272	5,717	4,950	100		
1,784	1,187	1,110	133	23	759	75	360	1,500	60.50	2,198	898	881	174	79	195	75	15	-		
5,097	5,446	1,649	1,273	130	869	76	676	-	61.00	5,431	2,879	2,408	5,427	376	216	100	25	-		
2,282	1,496	2,020	173	64	309	1	-	600	61.50	1,847	739	279	142	99	237	1	-	600		
8,087	12,314	4,218	384	103	827	315	505	-	62.00	4,947	13,469	2,676	2,994	71	635	2	5	-		
5,765	1,219	1,118	163	45	325	-	250	-	62.50	1,588	634	1,656	314	103	313	301	-	-		
7,078	4,425	903	342	2,411	3,321	-	750	-	63.00	3,338	2,865	391	265	256	345	301	-	-		
4,179	1,601	173	46	45	215	140	500	-	63.50	757	364	350	25	61	350	46	1	-		
5,036	1,690	1,199	259	132	1,166	313	1,250	-	64.00	1,296	1,100	2,012	491	80	2,230	16	2	-		
1,223	1,419	1,006	110	174	139	-	1,500	-	64.50	687	261	263	92	81	109	16	1	-		
17,269	23,964	10,565	5,900	1,189	12,044	2,399	5,531	100	65.00	7,312	3,268	16,150	3,028	1,901	14,521	2,700	5,789	-		
3,181	977	1,333	232	60	1,494	-	3,050	-	65.50	560	575	327	14	73	311	2	3	-		
6,490	5,467	781	417	222	1,197	401	1,886	-	66.00	3,228	3,038	765	904	58	640	-	32	-		
2,739	488	1,699	41	183	1,232	50	1,400	-	66.50	767	234	208	57	98	493	6	-	-		
5,903	4,736	3,118	459	329	3,944	533	450	-	67.00	684	2,121	349	1,354	178	276	19	-	-		
5,334	774	1,362	227	241	1,457	300	1,465	-	67.50	2,604	810	310	137	16	283	19	300	-		
6,723	7,242	2,578	1,241	367	2,005	10	503	-	68.00	1,578	1,209	775	119	88	468	-	2	-		
2,775	1,518	1,824	19	111	2,626	225	1,565	-	68.50	2,255	725	372	19	36	50	-	-	-		
4,140	2,174	1,458	60	220	1,923	-	3,300	-	69.00	867	1,654	280	31	48	336	-	1	-		
1,484	530	1,799	232	273	1,073	-	815	-	69.50	302	185	136	228	25	77	-	3	-		
18,421	12,731	12,821	2,238	1,207	14,245	4,666	7,282	150	70.00	5,251	578	4,841	126	101	6,404	300	453	-		
11,372	25,064	13,278	3,911	516	14,488	7,317	9,225	1,551	75.00	287	39	379	17	4	3,534	-	-	-		
9,029	17,676	12,138	4,317	2,223	15,151	5,889	6,045	-	80.00	106	46	1,055	26	-	422	-	6,750	-		
5,793	8,008	14,939	2,027	1,416	11,654	1,372	2,168	-	85.00	114	1	44	-	70	2,990	-	500	-		
502	124	568	-	-	2,194	451	1,836	-	150.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
1	-	160	73	-	280	450	1,670	-	200.00	-	-	-	-	-	-	-	-	-		

Fuente: Bloomberg

Muchos agentes se están cubriendo por debajo de 60 dólares en el WTI, lo que refleja una mayor cautela sobre los futuros movimientos del crudo.



JVR INVEST
GET HIGHER

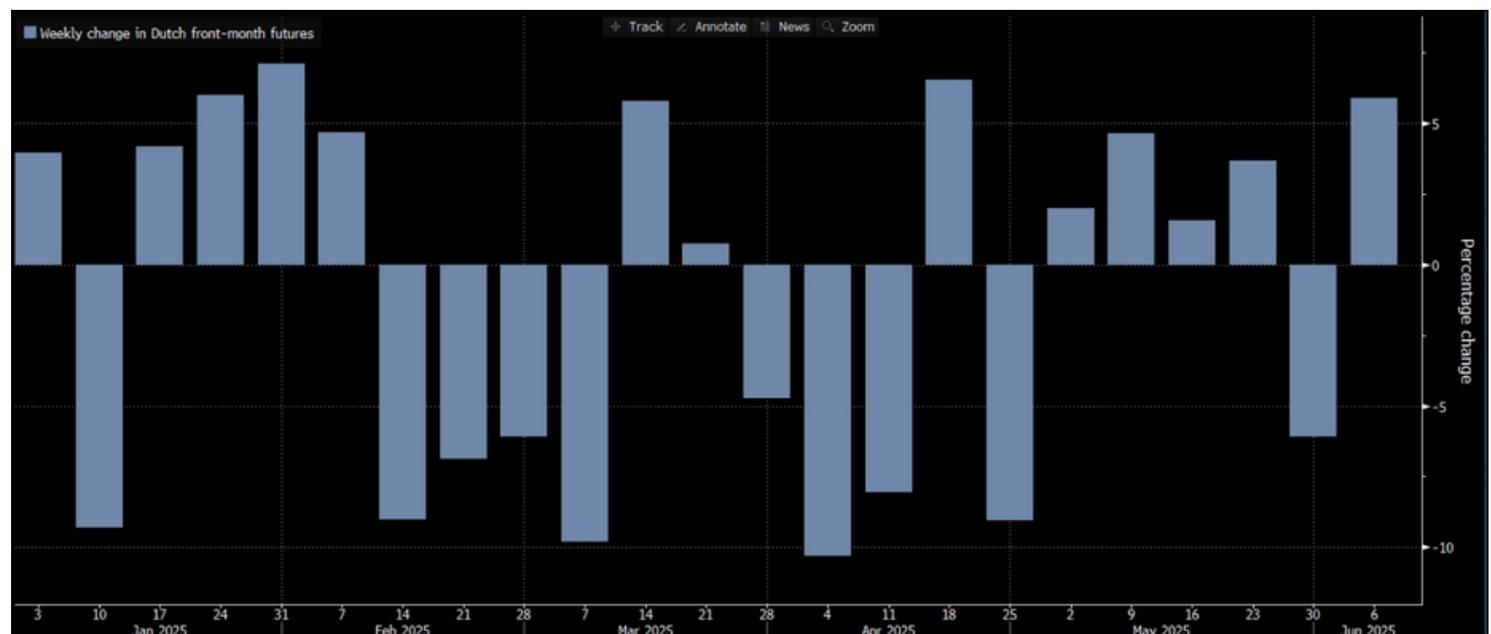


Los precios del gas natural registraron en Europa su mayor subida semanal desde el inicio del periodo de reabastecimiento, en un contexto de descenso de las entregas del principal proveedor, lo que aviva la preocupación por un endurecimiento del mercado.

Los contratos de futuros de referencia subieron un 5,9% durante la semana, lo que supone su mayor subida desde que se pusieron en marcha las operaciones de reposición de reservas en abril. Los niveles de almacenamiento siguen por debajo de lo normal tras un duro invierno, y algunos centros, sobre todo en Alemania, tienen dificultades para reponerse rápidamente.

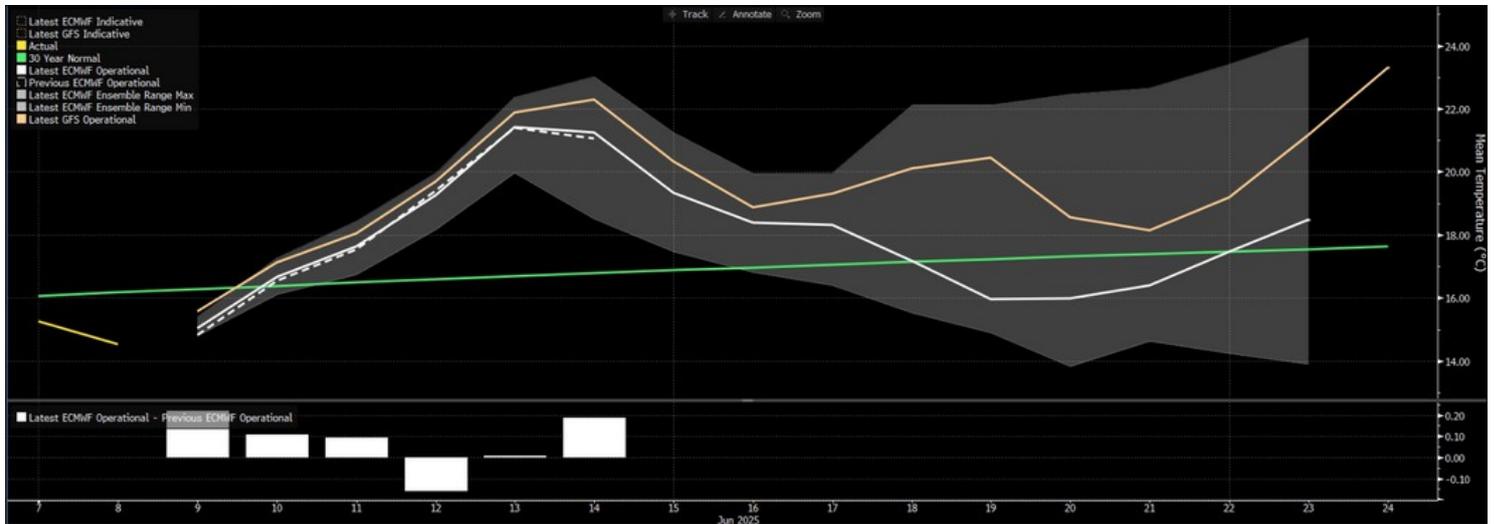
Las dificultades de suministro complican los esfuerzos de llenado. Esta semana, un intenso programa de mantenimiento estacional en Noruega, combinado con una mayor competencia mundial por el gas natural licuado (GNL), ha renovado las dudas sobre la capacidad de Europa para cumplir sus objetivos obligatorios de almacenamiento antes del invierno. Un fallo imprevisto en el vasto yacimiento de Troll el viernes se ha sumado a las limitaciones existentes.

Las perspectivas siguen siendo tensas para los próximos meses. La ralentización de los envíos de GNL a Europa está obligando al continente a hacer frente a una competencia más dura, sobre todo en vísperas de la temporada de gran demanda en Asia debido al frío. Por tanto, el mercado podría seguir bajo presión hasta que se repongan suficientemente las existencias europeas.





JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

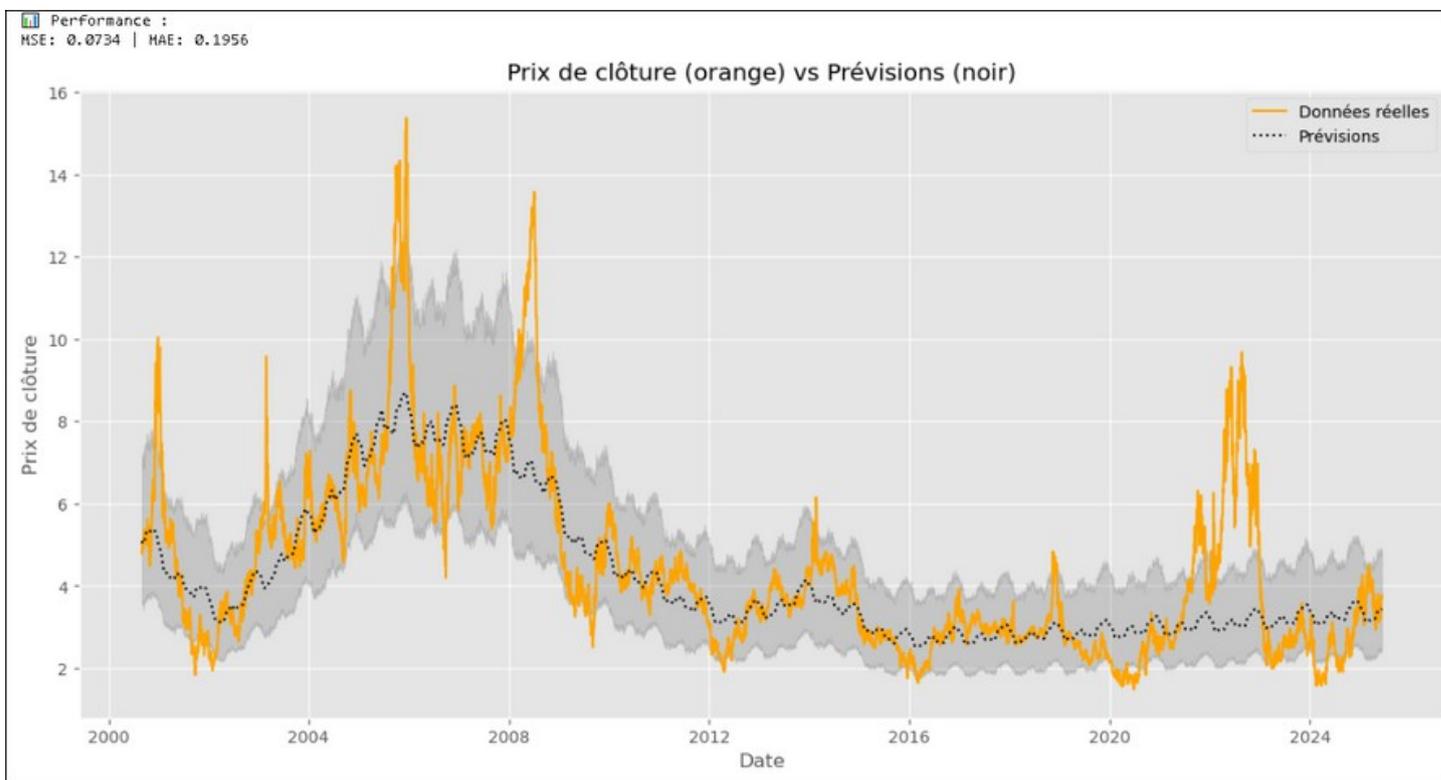
Al mismo tiempo, el aumento de las temperaturas desde el sur de Europa hasta Asia podría provocar un incremento de la demanda mundial de electricidad relacionada con la refrigeración, lo que podría frenar los esfuerzos por acumular reservas de gas. La situación podría endurecerse aún más la próxima semana, ya que se espera un tiempo más cálido de lo normal en gran parte del continente.



Fuente: Bloomberg



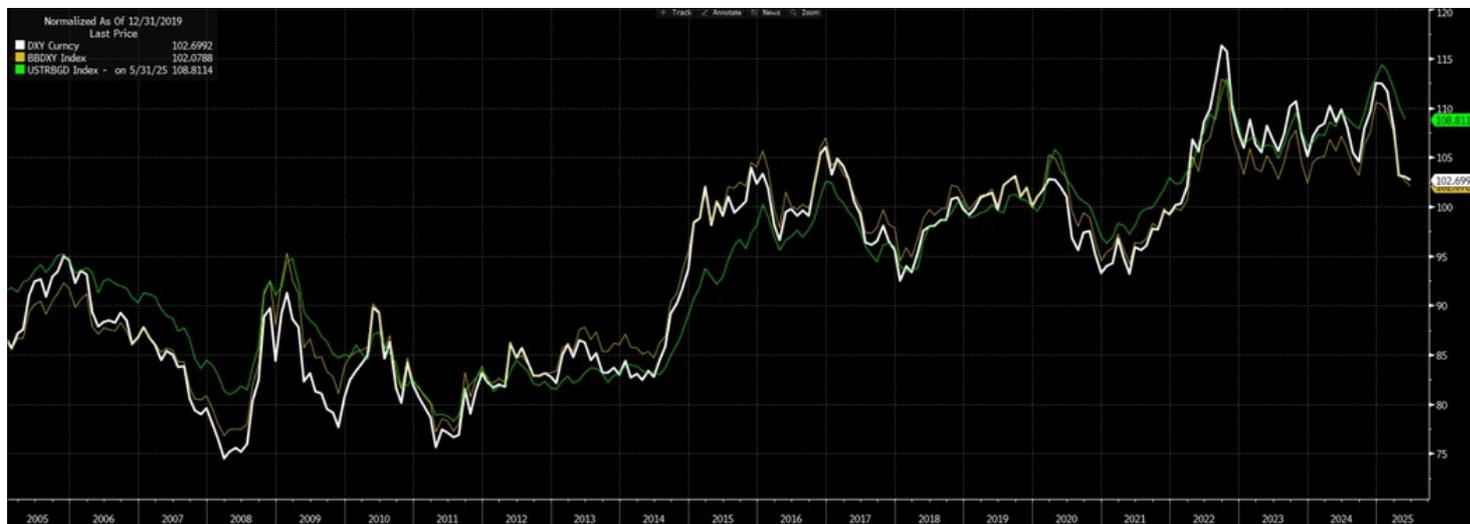
JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg



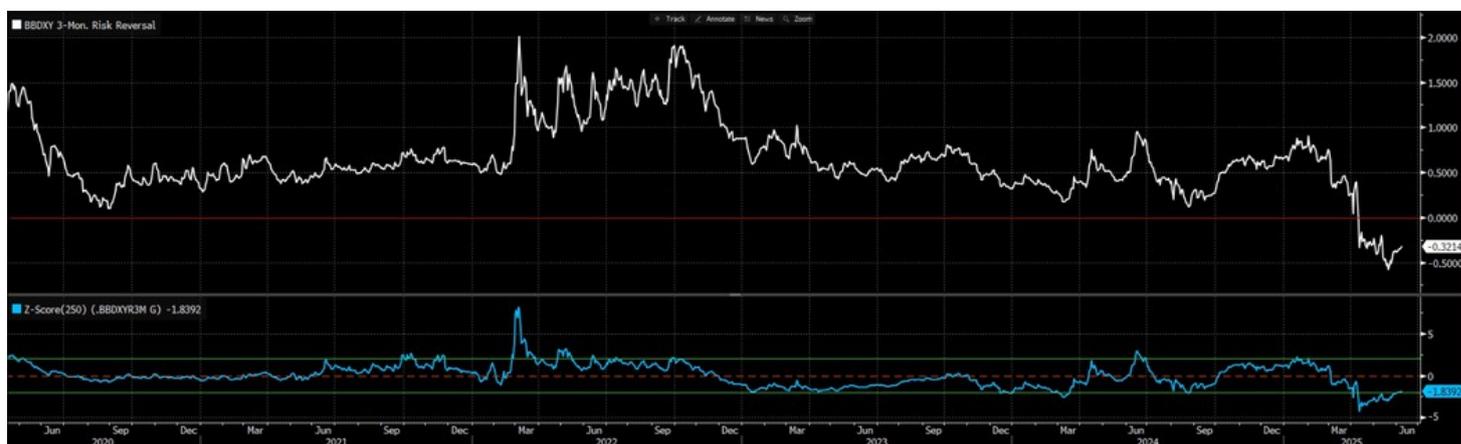
JVR INVEST
GET HIGHER



Fuente: Bloomberg

Podemos ver claramente que, incluso después de la reciente corrección, el dólar se mantiene en un nivel alto en relación con su historia reciente. Las tres curvas muestran que el dólar ha subido mucho desde 2021, alcanzando su máximo en 2022 y 2024, y que desde entonces solo ha bajado ligeramente. Por ejemplo, el DXY se sitúa en torno a 102,7, lo que sigue estando muy por encima de la media de la década de 2010 e incluso del periodo anterior a la crisis. El índice de bonos (en verde) es aún más alto, casi 109, lo que demuestra que la fortaleza del dólar también se ve respaldada por los rendimientos de los bonos estadounidenses.

En resumen, a pesar de su reciente caída, el dólar sigue siendo caro en comparación con la mayor parte del pasado. Por tanto, actualmente no es "barato": sigue en niveles altos, lo que puede encarecer los activos estadounidenses para los inversores extranjeros y lastrar la competitividad de las exportaciones estadounidenses.

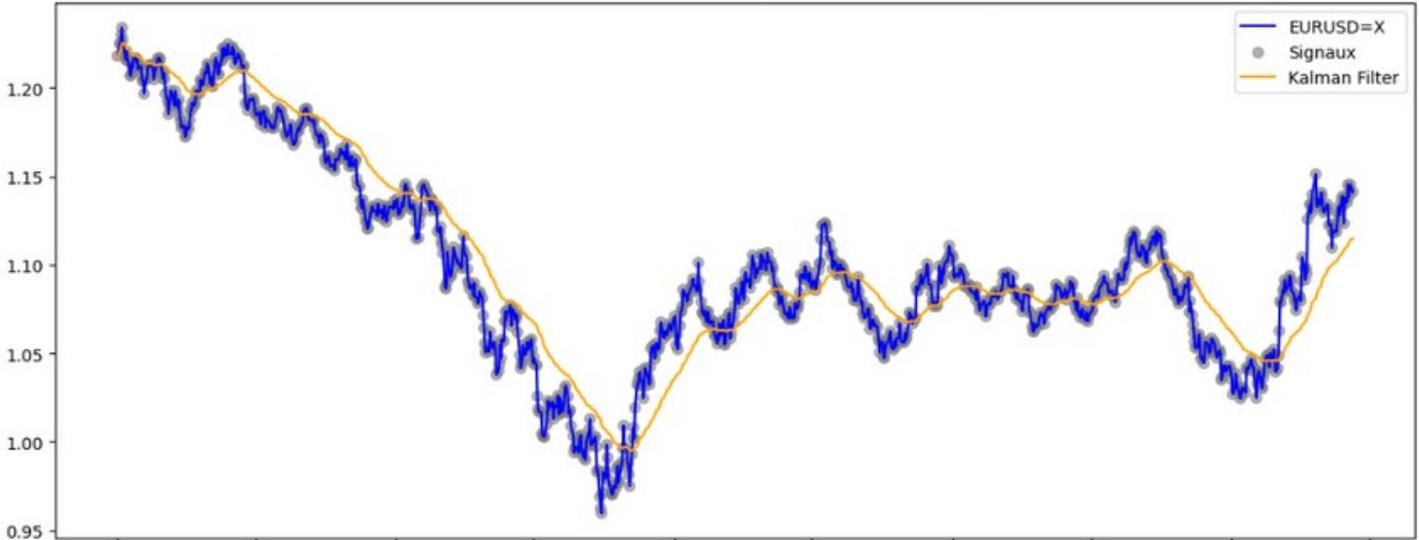


Fuente: Bloomberg

Mientras el sesgo siga siendo negativo en estos niveles, hay pocos indicios de un repunte a corto plazo del dólar. Las expectativas del mercado siguen siendo que el dólar se mantendrá débil, lo que apoya la idea de que aún no está "barato" y que la presión bajista podría continuar.



EURUSD=X - Signaux d'achat (vert) et de vente (rouge)



Spread entre Kalman et le prix avec écarts-types



Paramètre process_noise optimal : 0.001

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 en caso de modificación del presente boletín.