

Resumen

Juan Manuel Mazo, gestor de **Maral Macro**, comienza su carta analizando el efecto de la decisión de la Fed de EEUU de no subir los tipos de interés en la reunión de septiembre. Y comenta que uno de los problemas, tras un mes en el que prácticamente todos los activos han sufrido pérdidas, es que casi todos tienen unas valoraciones muy altas.

En el apartado macroeconómico, Mazo destaca que **septiembre no nos deja muy buenas noticias**. Y repasa las cifras de China, Japón y España.

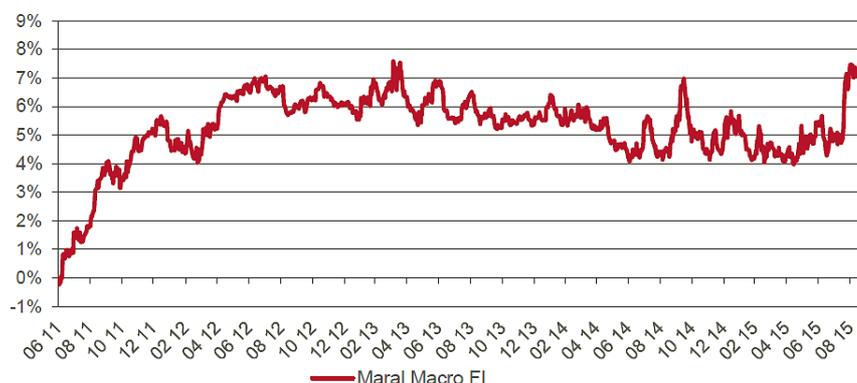
Sobre sus expectativas: "Sigo apostando por que alcancemos niveles de **1.800-1.750 puntos en el S&P 500**, pero tengo dudas de si no hemos visto los mínimos del año en Europa".

En septiembre, Maral Macro obtuvo una **rentabilidad del 1,00%**, con una **volatilidad del 4,96%**, lo que supone un resultado en el año del 3,00%. La rentabilidad acumulada desde el inicio del fondo es de un 7,96%.

Evolución histórica

Datos a 30-Sep-2015
Valor liquidativo 10,7961

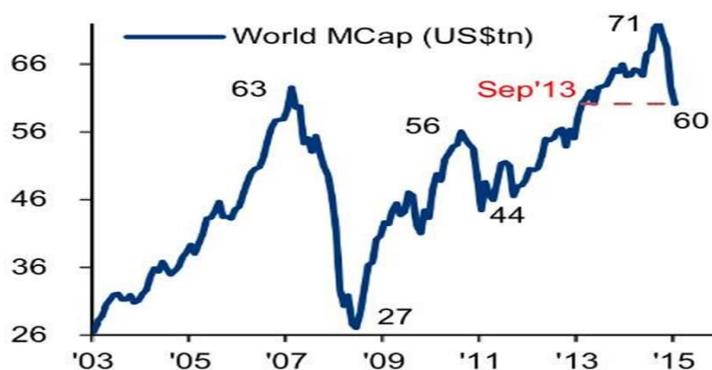
Año	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Sep.	Oct.	Nov.	Dic.	
2011	5,19%						0,96%	0,93%	1,94%	-0,42%	1,19%	0,57%	
2012	0,84%	-0,36%	-0,20%	-0,10%	0,70%	1,07%	0,23%	0,29%	-0,29%	-0,48%	0,20%	0,08%	-0,28%
2013	-0,67%	-0,27%	0,84%	0,15%	-0,46%	-0,27%	0,71%	-1,12%	0,75%	-0,61%	-0,36%	0,04%	-0,05%
2014	-0,51%	0,77%	-0,69%	0,40%	-0,65%	-0,40%	-0,27%	0,78%	-0,83%	0,70%	-0,35%	-0,41%	0,45%
2015	3,00%	0,81%	-1,34%	0,45%	-0,48%	0,30%	0,87%	-0,60%	1,98%	1,00%			



Carta del Gestor

El pasado mes, Maral Macro obtuvo una rentabilidad del 1,00%, con una volatilidad del 4,96%, lo que supone un resultado en el año del 3,00%. La rentabilidad acumulada desde inicio es de un 7,96%.

En septiembre se cierra el trimestre de mayor pérdida de valor de capitalización bursátil mundial de la historia (-11 trillones de dólares).



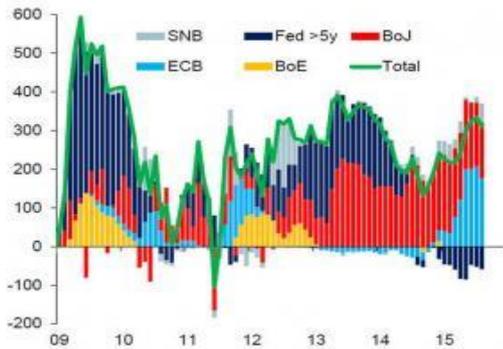
En la [carta del mes pasado](#) me preguntaba si **estábamos dentro de una corrección o podía ser el inicio de un movimiento bajista** con mayores implicaciones para los mercados. Para responder a esta pregunta aludía a que la clave estaba en **si los bancos centrales habían perdido su credibilidad**, su 'magia'.

Pues bien, **por primera vez en años, después de una conferencia de prensa de la Sra. Yellen muy dovish**, en la que incluso introdujo por primera vez el concepto de tipos negativos en Estados Unidos, **los mercados no solo no subieron**, sino que **retrocedieron** cerca de un 6% en los días siguientes. ¿Significa esto que han perdido la credibilidad y que más estímulo monetario ya no es igual a subida de los mercados? Creo que es pronto para sacar una conclusión, pero es significativo que, por primera vez desde que recuerdo, la reacción pauloviana de más estímulo = subida de bolsas no se ha cumplido. Habrá que vigilar estrechamente esta variable.

Desde estas líneas llevo argumentando en muchas ocasiones mi tesis de que los bancos centrales se han metido en un *corner* del que tienen difícil salir sin causar un estropicio. Es como un círculo vicioso en el que el excesivo uso de la política monetaria lleva a la creación de burbujas cada vez mayores, de forma que el mercado no corrige los excesos, sino que

alimenta la mala asignación de capital y, por tanto, una productividad cada vez menor y así estas consecuencias sirven de excusa para doblar, triplicar... dichas políticas monetarias no convencionales.

CB liquidity dominates our view on markets
Asset purchases by DM central banks, rolling 3m, \$bn



Source: Citi Research, Haver Analytics.

So why has it suddenly stopped working?

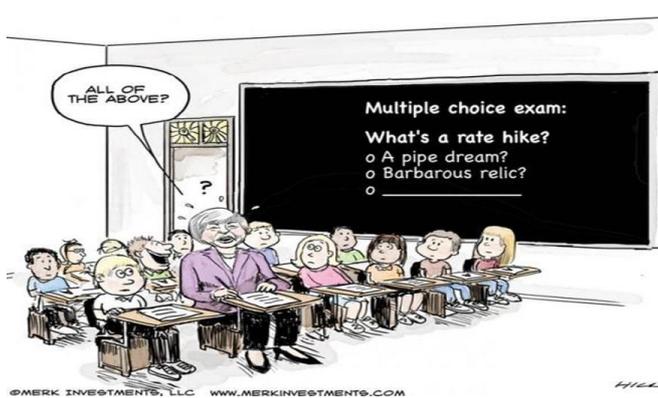
CB asset purchases (rolling 3m, \$bn) vs \$ HY spread changes, %



Source: Citi Research, Haver Analytics, Yield Book.

Models linking QE to markets seem to have broken down

Así, y viendo que los mercados no subían, la semana siguiente a la reunión de la Fed salieron varios miembros, incluyendo a Yellen, para decir justo lo contrario de lo que habían escrito la semana anterior en su comunicado, es decir, que seguro que iban a subir los tipos este año y que las circunstancias internacionales (léase China y emergentes), no influyen en su toma de decisiones... Patético.



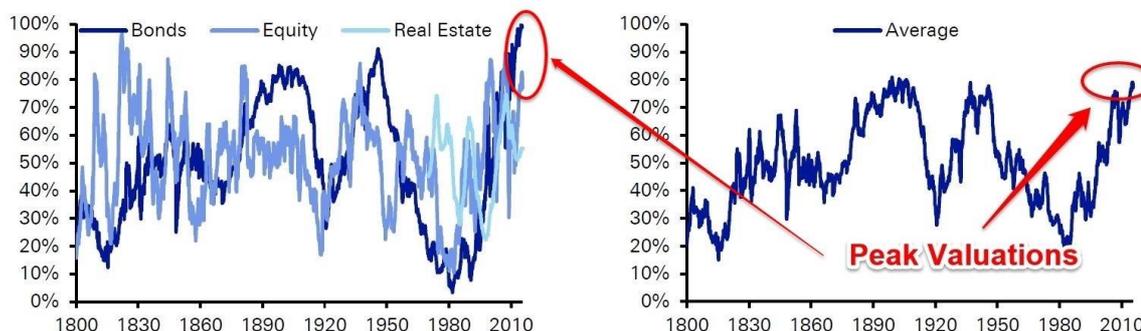
In short, they are neither hawks nor doves - they are chickens.



A new kind of bird on the FOMC board...

A cierre de septiembre, los retornos anuales son todos negativos si exceptuamos el *cash*: -6% para las acciones globales, -2,9% para los bonos gubernamentales, -17% para las *commodities*... Y el problema, de cara al futuro, es que nos encontramos con unas valoraciones muy altas en casi todos los activos. Según Deutsche Bank es el momento de la historia “más caro” si tenemos en cuenta la valoración de bonos, acciones e inmobiliario, conjuntamente.

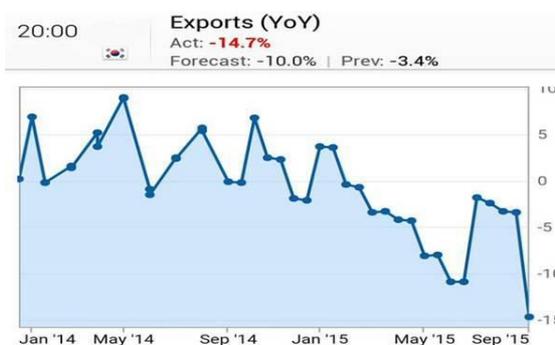
Figure 1: Average Percentile Valuations for 15 DM Countries' Bond (Nominal Yields), Equity & Housing vs. History (left) and Aggregated Average (right)



Source: Deutsche Bank, GFD

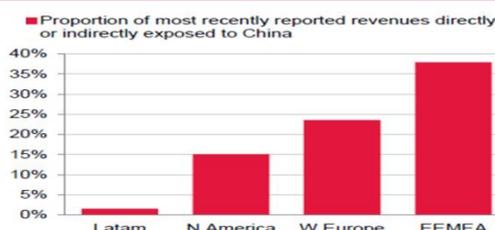
En otro orden de cosas y atendiendo más al entorno macro, el mes de septiembre no nos deja muy buenas noticias:

Por primera vez desde 1985 el comercio mundial crece menos de lo que lo hace la economía en su conjunto (¿se está revertiendo el proceso de globalización mundial?). Por ejemplo, las exportaciones de Corea, que es un *leading indicator* de lo que pasa en Asia, cayeron un 14,7% el pasado mes de septiembre.



En **China**, los datos siguen saliendo flojos, con los PMI's indicando contracción. Y por poner algunos números que ilustren el tamaño de su burbuja crediticia, sus activos bancarios se han multiplicado por cuatro desde 2007 y su saldo en la actualidad es de 31 trillones de dólares, para una economía de 10 trillones de dólares (>300%). Su parón afectará de forma distinta a las diferentes áreas geográficas.

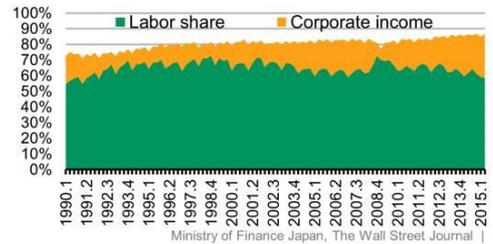
CHART 8 | CHINA EXPOSED CORPORATE RATINGS (NON-FINANCIAL, EX-ENERGY, BASED OUTSIDE APAC) RELATIVE REVENUE EXPOSURE BY REGION



En **Japón**, ha pasado desapercibida la noticia de una bajada de *rating* adicional para su deuda pública, que la coloca en el A+ desde AA-. También cabe destacar que de nuevo se encamina a otra recesión en una muestra de la 'eficacia' del Abenomics, tantas veces comentado desde estas líneas.

Smaller Slice

Japanese workers' share of what companies make has fallen to the lowest level since 1992.

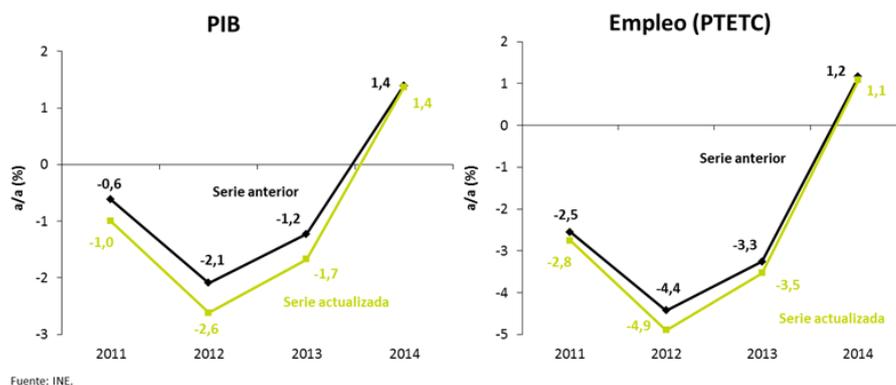


Por lo que se refiere a **Europa**, lo más destacable del mes se escribe en alemán y empieza con V. ¿Quién hubiera apostado a que el mayor fraude de una empresa europea lo iba a cometer una alemana? Lo que me preocupa de este tema es por qué sus competidores no se han apresurado a cantar el “pío, pío, que yo no he sido...”.



Desde luego en el terreno humano y de consecuencias a largo plazo hay que citar lo acaecido con los refugiados llegados a Europa desde los países de Oriente Medio, afectados por conflictos bélicos, que son casi todos.

En cuanto a **España**, comentar la actualización de la serie anual del PIB por parte del INE, en la que se incrementan las caídas del PIB de los años 2011, 2012 y 2013 en nada menos que un 1,4 % acumulado.



También se observa una pérdida de dinamismo en el crecimiento de la economía y de creación de empleo de las últimas cifras conocidas. Todavía es pronto para saber si tiene carácter temporal y se deriva de la incertidumbre política creada por las elecciones al parlamento de Cataluña o tiene un carácter más estructural.



Por lo que se refiere al fondo, sigo apostando por que alcancemos niveles de 1.800-1.750 puntos en el S&P 500, pero tengo dudas de si no hemos visto los mínimos del año en Europa. Posiblemente asistamos a corto plazo a recuperaciones en los emergentes y sus divisas, que han sido los más castigados en lo que llevamos de año.



Fuente: Juan Pablo Gil

Un saludo y buen mes a todos,
Juan Manuel Mazo.

Si desea más información sobre este producto,
por favor, haga clic [AQUÍ](#).

¿Quiere saber más sobre este fondo y su gestión?

Puede consultar los siguientes enlaces:

-[Ficha del producto](#)

-[Todas las cartas del gestor](#)

-Twitter: [@JuanMMazo](#)