

Maral Macro · Juan Manuel Mazo

6 de marzo de 2015

www.abanteasesores.com

Número XXXIX

[Juan Manuel Mazo](#) analiza en su carta mensual los datos sobre la evolución del endeudamiento global y destaca que desde que empezó la crisis en 2007 hasta 2014 la deuda ha aumentado en 57 trillones. En su opinión, “más apalancamiento equivale a más fragilidad” de familias, empresas, estados, bancos y del sistema en su conjunto.

También comenta los datos macro y micro. Sobre los primeros recuerda que han salido mejor de lo esperado en Europa, pero peor en Estados Unidos, donde se ha vivido el peor mes desde 2011. Y hace un repaso de las cifras que han sido peores de lo previsto. Por el lado de las empresas, el gestor de [Maral Macro](#) espera que se rebajen aún más las estimaciones de beneficio.

“El fondo sigue apostando por una corrección significativa (15-20%) del mercado americano en el primer semestre del año, que permita reducir parte de la enorme sobrevaloración. Como siempre lo más difícil saber es cuál será el catalizador”, comenta.

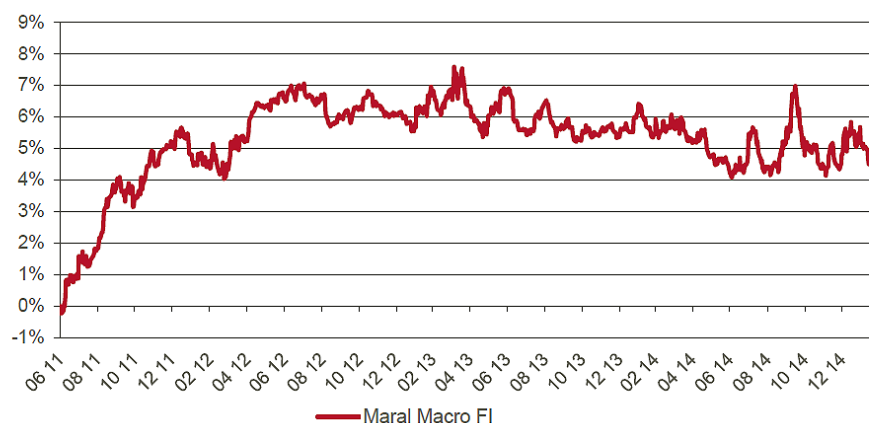
En febrero, Maral Macro obtuvo una rentabilidad de -1,33% con una volatilidad de 3,9%, lo que supone un resultado en el año de -0,53%. La ganancia acumulada desde inicio es de un 4,26 %.

Evolución histórica

Datos a 27-feb-2015

Valor liquidativo 10,4257

	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	-0,54%	0,81%	-1,34%										



@abanteasesores



Abante



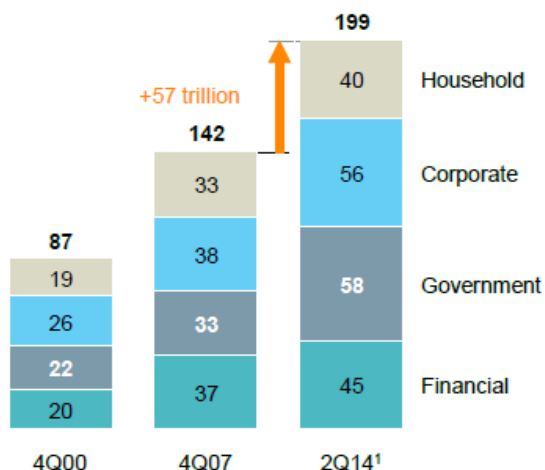
abanteasesores.com

abante

Carta del Gestor

El pasado mes de febrero, Maral Macro obtuvo una rentabilidad de -1,33% con una volatilidad de 3,9%, lo que supone un resultado en el año de -0,53%. La ganancia acumulada desde inicio es de un 4,26 %.

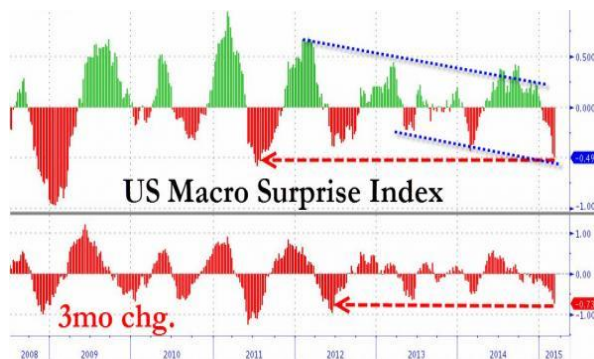
Empiezo la carta con un gráfico sobre la evolución del endeudamiento mundial en los últimos 14 años, sacado del muy recomendable [informe de McKinsey: "Debt and \(not much\) deleveraging"](#).



Como se puede ver, desde el año 2000 hasta finales de 2007, le **deuda global** (familias, empresas, gobiernos y financieras) pasó de 87 a 142 trillones de dólares, es decir, aumentó en 55 trillones. Entonces estalló la crisis financiera y prácticamente todo el mundo identificó este incremento de deuda (sobre todo hipotecaria) como la causa principal de dicha crisis. Pues bien, desde entonces hasta el primer semestre de 2014 (ahora hay más), hemos pasado de los 142 trillones a 199, es decir 57 trillones más. Luego, ¿qué desapalancamiento? Es justo lo contrario.

Desde mi punto de vista, más apalancamiento equivale a más fragilidad, de familias, empresas, Estados o bancos y, en este caso, como todas suben, más fragilidad del sistema en su conjunto. ¡¡Mucha más que en el momento en el que se desencadenó la peor crisis financiera desde los años 30!!

Por lo que se refiere a los datos macro, éstos han salido mejor de lo esperado en Europa y peor de lo previsto en Estados Unidos. Realmente, han salido mucho peor de lo esperado en EEUU, donde ha sido el peor mes desde 2011.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Como curiosidad les adjunto que datos se quedaron por debajo de las previsiones (*miss*) y cuáles las batieron (*beat*):

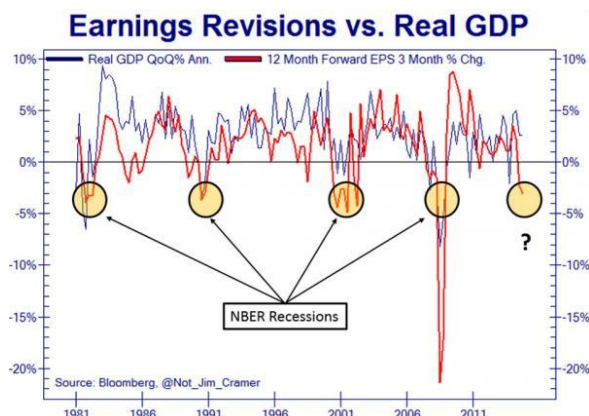
MISS

1. Personal Spending
2. Construction Spending
3. ISM New York
4. Factory Orders
5. Ward's Domestic Vehicle Sales
6. ADP Employment
7. Challenger Job Cuts
8. Initial Jobless Claims
9. Nonfarm Productivity
10. Trade Balance
11. Unemployment Rate
12. Labor Market Conditions Index
13. NFIB Small Business Optimism
14. Wholesale Inventories
15. Wholesale Sales
16. IBD Economic Optimism
17. Mortgage Apps
18. Retail Sales
19. Bloomberg Consumer Comfort
20. Business Inventories
21. UMich Consumer Sentiment
22. Empire Manufacturing
23. NAHB Homebuilder Confidence
24. Housing Starts
25. Building Permits

26. PPI
27. Industrial Production
28. Capacity Utilization
29. Manufacturing Production
30. Dallas Fed
31. Chicago Fed NAI
32. Existing Home Sales
33. Consumer Confidence
34. Richmond Fed
35. Personal Consumption
36. ISM Milwaukee
37. Chicago PMI
38. Pending Home Sales
39. Personal Income
40. Personal Spending
41. Construction Spending
42. ISM Manufacturing

BEAT

1. Markit Services PMI
2. Nonfarm Payrolls
3. JOLTS
4. Case-Shiller Home Price
5. Q4 GDP Revision (but notably lower)
6. Markit Manufacturing PMI



Si además de la macro, hablamos de la micro, medida por los beneficios empresariales o las ventas de las compañías, las noticias no son mucho mejores. Desde junio de 2014, las estimaciones de beneficios para el S&P 500 para el año 2015, han pasado de los 137,52 dólares a los 118,92 dólares, es decir, una caída del 13,5% en sólo seis meses y seguro que seguirán bajando.



@abanteasesores



Abante

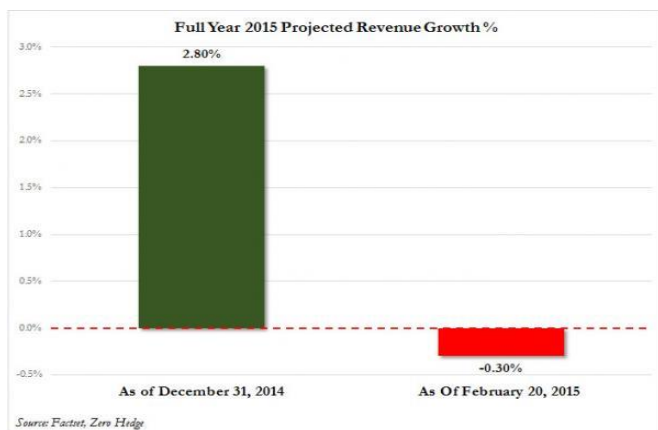


abanteasesores.com

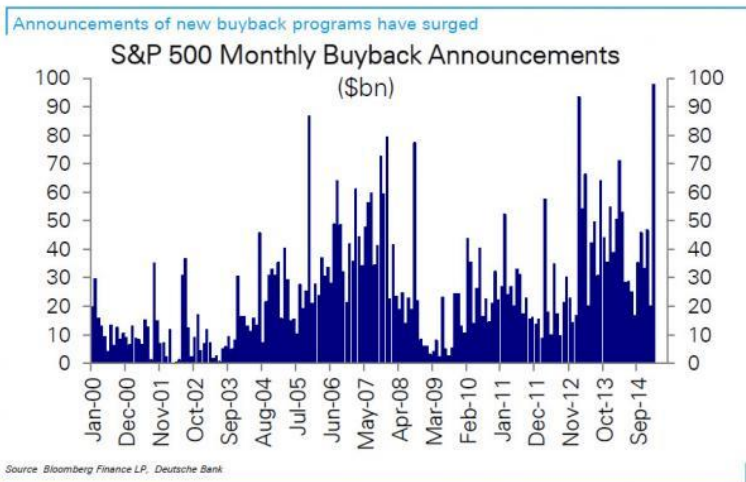
abante



Con respecto a las ventas, en estos gráficos vemos la evolución.



Y después de tener la peor macro en cuatro años y la mayor rebaja de estimaciones de beneficios desde 2009, el mercado americano tiene en febrero el mejor mes desde octubre de 2011 (+6%). ¿???



¿Será por esto?

Así, con los precios subiendo y las estimaciones de beneficios cayendo (pincho de tortilla y caña a que a final de año nos situamos por debajo de los 113 dólares de 2014), no sorprende encontrarse algunas métricas de valoración que indican que estamos en el momento **MÁS CARO** de los últimos 65 años.



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Chart 2: Median price/earnings multiple for U.S. stocks*

*Based on all NYSE stocks with positive earnings for the last fiscal year calculated in June of each year since 1951 through 2014



Chart 3: Median price/cash flow multiple for U.S. stocks*

*Based on all NYSE stocks with positive cash flow for the last fiscal year calculated in June of each year since 1951 through 2014



Si analizamos los beneficios y mercados en Estados Unidos y Europa desde finales de 2011...

	S&P 500		EURO STOXX 50	
	BENEFICIO	MERCADO	BENEFICIO	MERCADO
2011	95	1257	159	2316
2012	97	1426	163	2600
2013	107	1841	162	3111
2014	113	2059	138	3184

	REVALORIZACION			
	S&P 500		EURO STOXX 50	
	BENEFICIO	MERCADO	BENEFICIO	MERCADO
2011/2014	19%	63%	-13%	37%

De todas formas y a pesar de la 'ayuda' de los bancos centrales (550 bajadas de tipos desde la caída de Lehman Brothers), esta situación ya la hemos vivido en el pasado, con las consecuencias de todos conocidas (es verdad que, en mi opinión, en episodios anteriores las burbujas no estaban en todos lados como ahora...).

S&P 500 vs. ventas minoristas



@abanteasesores



Abante

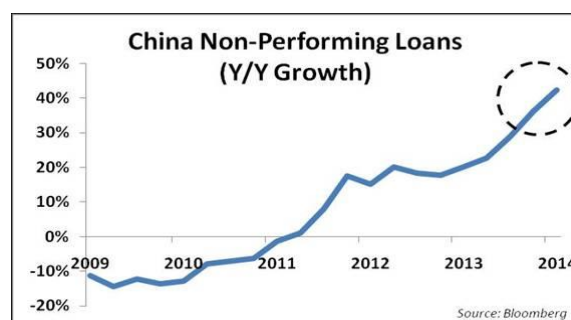
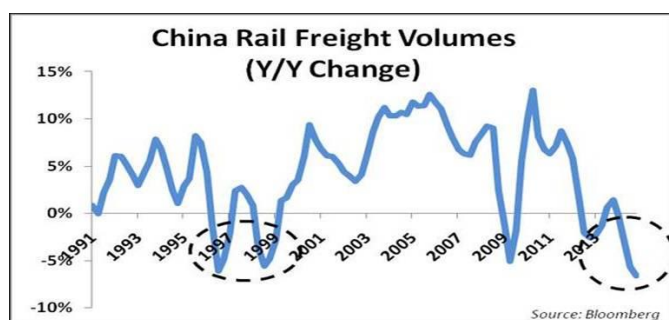


abanteasesores.com

abante

En lo que se refiere a Europa y como decía al principio, los datos han salido, en general, buenos, sobre todo en España y Alemania. Y, aunque creo que no hemos visto los máximos del año, la subida es vertical y tendrá que corregir parte de lo ganado (5-8%) antes de atacar cotas más altas. Sobre Grecia, ya saben mi opinión desde hace años, no va a pagar nunca y lo único que se hace es 'patada hacia delante'. Echo de menos una defensa más clara del dinero de los contribuyentes europeos (ya somos nosotros los que prestamos a los griegos) por parte de nuestros políticos, pero claro... Lo mejor para el euro y para nuestro bolsillo sería que se fueran.

En cuanto a Asia, no les quiero aburrir con Japón, pero datos malos o muy malos, y en China (si miran en el informe McKinsey verán que el incremento de deuda es de cuatro veces).



El fondo sigue apostando por una corrección significativa (15-20%) del mercado americano en el primer semestre del año, que permita reducir parte de la enorme sobrevaloración. Como siempre lo más difícil saber es cuál será el catalizador.

Un saludo y buen año a todos,

Juan Manuel Mazo, gestor de [Maral Macro](#).

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](#)
- [Perfil del gestor en Unience](#)



@abanteasesores



Abante



[abanteasesores.com](#)

abante

Anexo I: Tabla macro



MARAL MACRO, FI

País						Datos encuestas		
	PIB (YoY)	Inflación	Desempleo	Producción industrial (YoY)	Ventas minoristas	PMI manufc.	PMI servic	Confianza consumidor
Desarrollados								
USA	2,4	-0,1	5,7	4,8	1,7	53,5	56,7	96,4
Eurozona	0,9	-0,6	11,4	-0,2	2,8	51,1	53,9	-6,7
España	2,0	-1,1	23,7	-0,9	6,7	54,2	56,7	-2,1
Alemania	1,4	0,1	6,5	-0,7	4,8	50,9	55,5	100
Francia	0,2	-0,4	10,3	-0,1	4,1	47,7	53,4	92
Italia	-0,3	-0,7	12,9	0,1	0,1	49,9	51,2	110,9
Portugal	0,7	-0,4	13,4	-3,5	1,2			-21,2
Irlanda	3,5	-0,6	10,5	15,0	8,8			101,1
Gran Bretaña	2,7	0,3	5,7	0,5	4,8	53	57,2	1
Canadá	1,9	1,0	6,6	0,8	4,0	45,4		53,8
Suiza	1,9	-0,5	3,1	-1,2	1,9	48,2		-2
Japón	2,2	2,4	3,6	-2,6	-2,0	51,6		39,1
Australia	2,7	1,7	6,4	0,0	3,3	45,4	49,9	100,7
Emergentes								
China	7,3	0,8	4,1	7,9	12,0	49,9	53,9	105,8
Corea	2,7	0,8	3,4	-3,9	-3,2	50,4		91,2
Tailandia	2,3	-0,5	1,1	16,3	0,1			80,4
India	5,3	7,2	8,8	1,7		51,2	52,4	47,4
Sudáfrica	1,3	4,4	24,3	0,5	3,4	54,2		0,3
Rusia	0,7	15,0	5,5	0,9	-4,4	49,7	43,9	-18
Polonia	3,1	-1,3	12,0	1,7	0,1	55,1		82,8
México	2,6	3,1	4,4	3,0	6,3	56,6		91,1
Brasil	-0,2	7,1	5,3	-2,7	0,3	50,7	48,4	85,4
Chile	0,8	4,5	6,2	0,5	1,2			



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com



Anexo II: Resumen de mercados

Performance monitor 27/02/2015

Rentabilidad %													
Asset class	Index	CCY	Ultimo	1D	MTD	YTD	12M	3Y	5Y	Volatilidad	Mínimo 12 M	Máximo 12 M	
Equity	Global Equity	MSCI AC	USD	432,88	-0,13	5,50	3,78	5,98	30,84	49,53	8,95	387,49	434,40
	Developed equity	MSCI World	USD	1773,99	-0,16	5,75	3,76	6,33	36,66	56,53	9,22	1571,81	1780,31
		S&P-500	USD	2110,74	-0,15	5,80	2,52	13,83	54,34	91,10	11,68	1814,36	2119,59
		Nasdaq-100	USD	4462,27	0,49	7,57	5,33	20,61	71,18	145,36	14,01	3414,11	4463,81
		Russell 2000	USD	1239,11	0,32	6,33	2,86	4,31	49,89	97,14	16,22	1040,47	1239,22
		DAX	EUR	11327,19	1,04	5,92	15,52	18,14	65,37	102,33	16,41	8354,97	11330,63
		CAC	EUR	4910,62	0,58	6,65	14,93	11,70	42,69	32,40	16,24	3789,11	4910,62
		Stoxx 600	EUR	390,69	1,02	6,44	14,06	15,86	48,07	58,95	13,34	302,48	390,69
		Eurostoxx 50	EUR	3574,94	0,94	6,67	13,62	14,04	42,25	31,02	17,10	2789,63	3576,34
		Ibex	EUR	11139,50	0,81	7,08	8,37	9,60	30,48	7,80	18,59	9370,50	11249,40
		MBTEL	EUR	22165,13	1,04	8,10	16,59	9,08	35,91	5,21	22,71	17555,77	22590,18
		FTSE 100	GBP	6949,73	0,21	2,97	5,84	2,05	17,48	29,79	11,55	6072,68	6958,89
		SMI	CHF	9049,49	0,80	7,92	0,74	6,83	47,29	34,85	15,35	7852,83	9292,44
		Nikkei 225	JPY	18797,94	0,06	6,36	7,72	25,97	95,12	85,64	20,10	13885,11	18865,39
		Emerging equity	MSCI Emerging	USD	993,82	0,10	3,35	3,92	3,18	-5,93	6,19	11,35	906,25
	MSCI EM Asia		USD	589,74	0,14	2,09	4,61	9,34	12,75	29,04	10,26	520,27	608,06
	MSCI Eastern European		USD	136,29	1,35	15,93	13,46	-25,10	-39,80	-32,35	26,55	106,52	198,14
	MSCI Latin America		USD	2648,11	-0,07	3,63	-2,92	-10,00	-37,32	-32,16	21,72	2455,16	3720,81
	Shanghai		CNY	3304,08	0,17	2,92	2,15	61,38	35,02	8,26	19,71	1974,38	3406,79
Sovereign debt													
Developed debt	JPM GBI EMU 1_3 in LOC	EUR	226,71	0,05	0,20	0,36	1,57	7,41	9,12	0,55	223,17	226,71	
	JPM GBI EMU 3_5 in LOC	EUR	299,46	0,14	0,54	0,91	5,07	16,14	20,93	1,54	284,92	299,46	
	Euro MTS 1-3 Year Index Level	EUR	169,02	0,02	0,29	0,42	1,67	7,47	9,35	0,71	166,23	169,09	
	Alemania 10Y	EUR	0,30	-0,03	0,00	-0,24	-1,32	-1,59	-2,80		0,28	1,68	
	USA 10Y	USD	2,01	-0,02	0,37	-0,16	-0,62	0,09	-1,60		1,64	2,82	
	España	EUR	1,28	-0,11	-0,14	-0,33	-2,25	-3,76	-2,58		1,25	3,57	
	Japón 10Y	JPY	0,33	-0,01	0,06	0,00	-0,25	-0,64	-0,97		0,20	0,65	
	Australia 10Y	AUD	2,46	0,04	0,02	-0,28	-1,60	-1,58	-2,98		2,25	4,25	
	Emerging debt	Morningstar EM Sov debt	USD	581,06	0,22	0,70	1,76	7,81	15,00	39,32		540,40	587,11
	Credit												
iTraxx Europe 5Y TR		EUR	49,24	-0,41	-17,72	-21,96	-32,55	-62,93	-41,82	45,16	48,91	82,62	
	iTraxx HiVol 5Y TR	EUR	55,80	1,57	-13,61	-12,67	-47,73	-71,07	-55,24	35,91	53,56	114,78	
	iTraxx Crossover 5y TR	EUR	260,06	-0,17	-19,49	-24,75	-2,22	-55,21	-43,81	52,69	218,28	431,07	
	iBoxx € corporates		EUR	105,43	0,07	0,45	0,66	3,46		1,51	101,58	105,46	
		iBoxx € financieros	EUR	109,50	0,09	0,74	0,56	2,65		1,37	106,24	109,53	
	iBoxx € non-financials	EUR	103,94	0,11	0,45	1,22	4,87	7,79	7,92	1,77	98,84	103,94	
	iBoxx GBP corporates	GBP	174,24	-0,01	-2,60	2,83	12,93	27,63	48,51	4,63	154,04	178,89	
	iBoxx \$ corporates	USD	101,67	0,16	-0,73	1,48	2,39	1,92	8,66	3,33	98,75	102,49	
	iBoxx € HY ex XO	EUR	97,57	0,35	5,47	5,14	11,76		7,41	87,28	97,57		
	iBoxx \$ liquid HY	USD	238,18	0,22	2,21	3,04	2,71	21,44	51,40	3,49	223,91	238,18	
	iBoxx € Covered	EUR	108,95	0,05	0,26	0,40	3,20	7,36	6,39	1,53	105,29	108,95	
	Corporates emergentes	Morningstar EM corporates	USD	273,45	0,10	1,52	1,56	3,13	12,98	33,30	3,48	261,08	280,42
	High Yield emergentes	Morningstar HY Emergentes	USD	308,21	0,12	2,25	1,54	2,96	14,46	45,80	6,44	288,57	331,31
	Commodities	GSCI Total (TR)	USD	3111,84	-1,60	4,06	-3,74	-37,07	-41,92	-29,41	16,30	2856,10	5213,72
		GSCI Agriculture (TR)	USD	906,68	0,81	1,15	-6,43	-21,70	-28,17	-11,38	14,41	494,45	723,22
		GSCI Energy (TR)	USD	617,41	-3,07	7,29	-1,99	-46,20	-49,43	-37,81	23,61	527,89	1217,76
		Crude Oil (TR)	USD	691,90	-5,53	-1,85	-12,19	-51,65	-56,68	-53,03	29,88	636,99	1542,41
			Natural Gas (TR)	USD	40,95	-5,77	-0,64	-7,22	-44,62	-37,33	-80,08	43,68	39,38
		GSCI Industrial Metals (TR)	USD	1202,51	1,15	0,64	-4,95	-9,34	-30,71	-26,78	14,18	1149,97	1450,97
Cobre		USD	271,00	-0,15	8,64	-4,09	-16,27	-30,16	-17,09	16,95	241,90	328,45	
		GSCI Livestock (TR)	USD	2108,05	0,62	-3,22	-10,81	-5,84	-8,82	-0,13	12,65	2069,05	2573,15
GSCI Precious Metals (TR)		USD	1498,20	0,74	-5,21	2,57	-11,11	-36,18	3,64	16,71	1399,54	1752,12	
Oro		USD	1210,48	0,08	-5,71	2,20	-9,07	-31,52	8,31	15,38	1132,16	1392,33	
Plata		USD	16,61	0,23	-3,72	5,71	-21,93	-53,07	0,81	23,99	14,42	21,79	
Currencies	Desarrollados	EURUSD	1,1202	0,04	-0,79	-7,41	-18,29	-16,39	-17,82	7,12	1,11	1,40	
		GBPUSD	1,54	0,14	2,44	-0,96	-7,55	-2,50	1,25	6,11	1,50	1,72	
		USDJPY	119,27	0,12	-1,49	0,43	-14,37	-32,41	-25,40	8,18	100,82	121,85	
		USDCNH	0,95	0,26	-3,16	4,64	-6,51	-5,36	12,98	18,45	0,74	1,02	
		USDAUD	1,28	-0,12	-0,51	4,62	14,79	37,74	14,67	8,58	1,05	1,31	
	Emergentes	USDBRL	2,91	-1,27	-7,67	-8,54	-19,13	-41,15	-37,80	14,30	2,18	2,91	
	USDMXN	14,99	0,02	-0,12	-1,62	-11,56	-14,03	-14,82	8,34	12,82	15,16		
	USDCNY	6,27	-0,17	-0,30	-1,02	-2,25	0,52	8,88	1,87	6,10	6,27		
	USDKRW	1098,00	-0,06	-0,39	-0,64	-2,64	2,85	5,63	6,77	1008,37	1122,20		
	USDRUB	61,07	0,17	13,75	-0,55	-40,87	-52,51	-50,96	26,41	33,55	79,17		
Volatility	VIX		13,91	0,51	-33,67	-27,55	-0,93	-23,53	-28,67		10,28	31,06	
	VDAX		15,08	-4,07	-28,90	-22,59	5,60	-29,86	-25,49		10,80	24,09	



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

