

Carta del Gestor • Maral Macro

Juan Manuel Mazo • Abril 2014

7 de mayo • 2014

www.abanteasesores.com

Número XXXIII

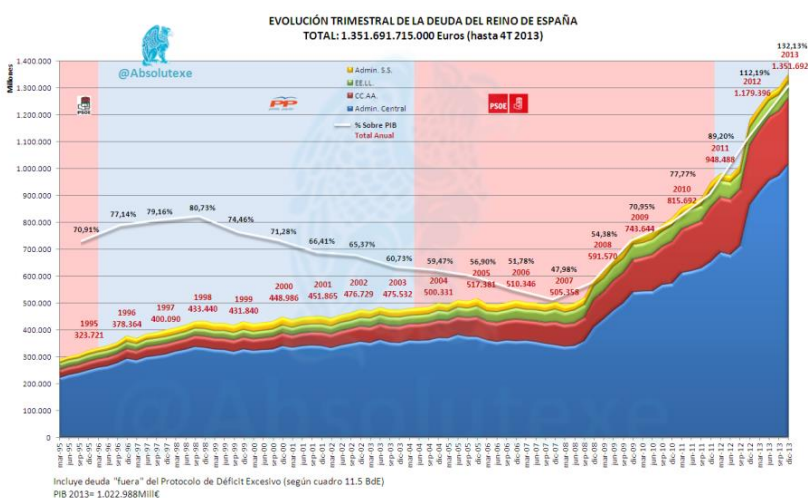
El pasado mes de Abril, Maral Macro obtuvo una rentabilidad de -0,65% con una volatilidad de 2,38%, lo que supone un resultado YTD de -0,18%, que compara favorablemente con el -1,59% YTD del HFRX Macro.

Con respecto a los datos más relevantes de actividad conocidos durante el mes de abril:

		Dato real	Esperado	Diferencia
UE	Ventas minoristas	0,40%	-0,60%	1,00%
	Producción industrial	0,20%	0,20%	0,00%
Alemania	Ventas minoristas	-0,70%	-0,70%	0,00%
	Producción industrial	0,40%	0,30%	0,10%
Francia	Ventas minoristas*	0,40%	0,30%	0,10%
	Producción industrial	0,10%	0,30%	-0,20%
Italia	Ventas minoristas	-0,20%	0,40%	-0,60%
	Producción industrial	-0,50%	-0,20%	-0,30%
España	Ventas minoristas YoY	-0,50%	0,10%	0,60%
	Producción industrial	1,10%	1,40%	-0,30%
USA	Ventas minoristas	1,10%	0,80%	0,30%
	Producción industrial	0,70%	0,50%	0,20%
Japón	Ventas minoristas	11,00%	11,00%	0,00%
	Producción industrial	0,30%	0,50%	-0,20%

* Gasto consumidor. No disponible estimación de ventas minoristas

En la **Eurozona**, el último dato de inflación se ha situado en el 0,7% interanual desde el 0,5% del mes anterior, lo que permite al BCE retrasar medidas adicionales de estímulo monetario. En mi opinión, un QE con los tipos tan bajos como están, no sería especialmente efectivo. Parecería más indicado, ya que lo que se quiere es depreciar el euro, intervenir en el mercado de divisas.



Por lo que respecta a **España**, el crecimiento del PIB del primer trimestre se sitúa en el 0,6% interanual, aunque el INE no ofrece el desglose en la primera estimación. Es cierto que se aprecian mejoras en algunos indicadores como ventas de vehículos, turismo, empleo, etc., pero: (¿por qué se hablará del 100% cuando estamos en el 132% de Deuda sobre PIB?)



@abanteasesores



Abante

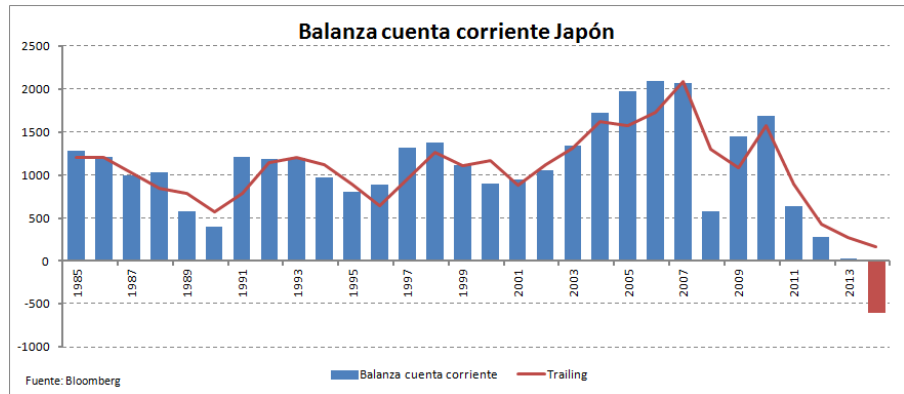


abanteasesores.com

abante

En **Estados Unidos**, el dato más importante publicado ha sido la primera estimación del PIB del primer trimestre del año 2014. El crecimiento trimestral anualizado se ha situado en el 0,1%, muy por debajo de las estimaciones de los analistas que esperaban un 1,2%, (hay que recordar que Goldman Sachs hace sólo 4 meses esperaba un crecimiento del 3,5%), y en el que todas las rúbricas han registrado crecimientos negativos a excepción del consumo privado que sube como consecuencia del gasto en energía para calefacción y de los gastos sanitarios derivados del Obamacare (difícilmente identificables con incremento del gasto derivado de una mejora económica). No me extrañaría ver revisiones posteriores con signo negativo. En el momento de escribir esta líneas sale el dato de empleo con una reducción de la tasa de paro hasta el 6,3% y el mercado de bonos se marca un rally no visto en varios meses???

En **Asia, Japón**, gracias al famoso "Abenomics", consigue situar en máximo su déficit comercial, presenta déficit corriente por primera vez en 34 años y además reduce los salarios por noveno mes consecutivo. La tasa de inflación se sitúa en el 1,6%, lo que supone el mayor empobrecimiento de las familias japonesas en los últimos 5 años. ¡¡ Bien por el Tontonomics!!.



En **China**, continúa la desaceleración económica y todos los índices de actividad apuntan a una reducción en su ritmo de crecimiento. Así el último dato de PMI manufacturero se sitúa en el 48,1, por debajo de las expectativas de los analistas y del nivel de 50. Sigue depreciándose el yuan, lo que incrementa la posibilidad de deflación en el resto del mundo. Adjunto evolución del yuan en los últimos meses.



Mercados

Por lo que se refiere al comportamiento de los mercados durante el mes de abril, yo definiría la actuación de los mismos como que **NO HAY NINGUNA PERCEPCION DE RIESGO**. Prácticamente todos los activos cotizan como si no hubiera riesgos, cada corrección es seguida de subidas verticales, que descuentan escenarios idílicos en los que no hay margen para el error, pero lo cierto es que:

- Hay **riesgos geopolíticos**: No me detendré mucho aquí. Europa, Norte de África, Oriente medio, China - Japón.
- Hay **riesgos de deflación**: Con la irrupción de China en la guerra de divisas se incrementa de manera importante. Mantengo la tesis desde hace años que Europa se está japonizando. Aunque a mí como consumidor me encanta la deflación, a los Estados les viene regular... Magnífico artículo de Antonio España sobre el particular (http://blogs.elconfidencial.com/economia/monetae-mutatione/2014-04-23/lo-que-no-les-cuentan-de-la-deflacion_119667/#)



@abanteasesores



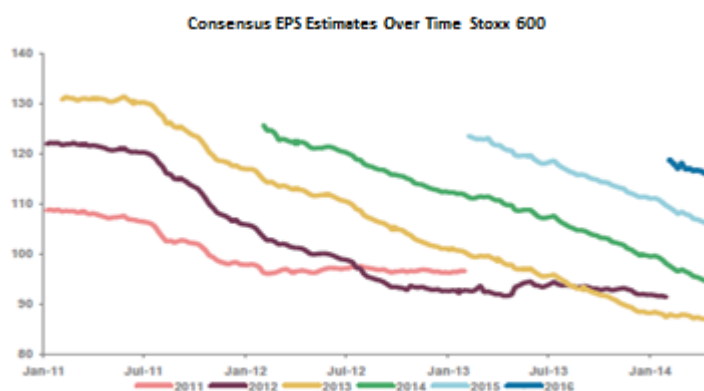
Abante



abanteasesores.com

abante

- **Cuentas públicas:** Hay riesgos, ya materializados en algunos países, de descontrol del gasto público y de crecimiento adicional del ratio Deuda/PIB. Esto supone un incuestionable empeoramiento del perfil crediticio de los emisores soberanos.
- Consecuencias **envejecimiento:** No es un riesgo en términos probabilísticos, es una certeza que el envejecimiento poblacional de Occidente, Japón, Rusia y China va a suponer un empeoramiento importante de las finanzas públicas y/o una pérdida de derechos económicos de los ciudadanos, tanto más importante cuanto más generoso sea el Estado del bienestar (ya está pasando y sino véase déficit de la Seguridad Social en España: Ingresos 75.420, gastos:120.887 déficit: 45.467 millones de €)
- **Beneficios empresariales:** Todo lo anterior y el proceso de desapalancamiento privado, condiciona un escenario de crecimiento muy pobre, que lleva ocurriendo durante los últimos 4 años, por lo que hay riesgos para los beneficios empresariales, que se llevan poniendo de manifiesto los pasados 2 años. Me sigue sorprendiendo como el mercado es capaz de tragarse sin pestañear las previsiones de beneficios vertidas por el “sell side” (léase bancos de inversión), que sistemáticamente y sin faltar ningún año, sobreestiman los beneficios de manera apreciable. Así en USA para 2012 se estimaba 9% y fue 5%, en 2013 se estimaba 8 y fue 6,5%, para este año se estimaba 11% y será en torno a 6%. En Europa ha sido todavía más sangrante, para 2012 se estimaba 10% y fue -3,6%, para 2013 se estimaba 10% y fue -2,2%, y para 2014 se estimaba 17% y ya vamos por 4,0%. Y en este periodo las bolsas han subido un 50%. Adjunto gráficos para Stoxx-600 y MSCI US.



Fuente: Morgan Stanley

Key earnings statistics Stoxx-600

	% Of Companies			Weighted Surprise (%)	Median Surprise (%)	Growth YoY (%)
	Above	Below	Net +ve			
Consumer Disc	36	40	-4	1.0	0.0	23.9
Consumer Stap	13	50	-38	-5.7	-7.0	-3.8
Energy	47	20	27	16.0	-1.4	-10.6
Financials	31	31	0	-6.1	0.8	-4.6
Health Care	40	20	20	0.7	0.0	-5.7
Industrials	23	44	-21	-3.4	-4.0	19.0
IT	24	44	-20	0.9	-0.2	79.0
Materials	47	41	6	4.9	0.8	17.7
Telcos	40	20	20	3.0	4.1	-40.4
Utilities	0	0	0	4.8	4.8	-17.4
Europe	32	36	-4	3.1	0.0	-2.9
Europe ex Fins	32	37	-5	6.2	-0.5	-1.9

Fuente: Morgan Stanley

Key revenue statistics Stoxx-600

	% Of Companies			Weighted Surprise (%)	Median Surprise (%)	Growth YoY (%)
	Above	Below	Net +ve			
Consumer Disc	38	34	3	1.2	0.2	5.1
Consumer Stap	44	22	22	0.0	-0.2	2.2
Energy	44	50	-6	-0.4	-1.1	-6.9
Health Care	13	52	-39	-1.2	-1.3	-2.1
Industrials	25	52	-27	-1.4	-1.3	-1.9
IT	38	31	8	-3.3	0.3	-10.2
Materials	32	53	-21	0.3	-1.3	-2.3
Telcos	14	43	-29	9.9	-0.5	-11.0
Utilities	0	50	-50	-6.5	-4.3	-3.5
Europe ex Fins	30	44	-14	-0.3	-0.5	-3.0



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

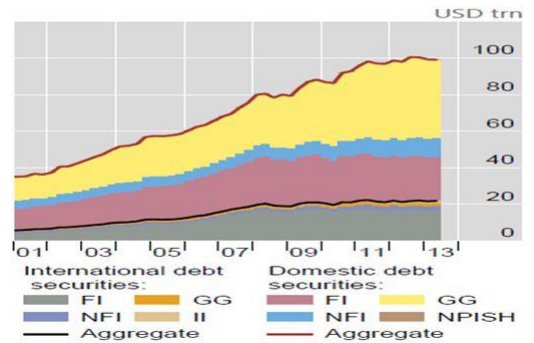


- **China:** También veo riesgos de una deceleración más acusada, ya comentada desde 2012 en estas páginas. Según algunos autores su ratio total de Deuda/PIB sería similar a la de EEUU, en torno a 360%, acumulada especialmente desde 2008.
- **Leverage:** No parece que se haya reducido deuda, ... Se pasa de 70 trillones a 100 trillones. El aumento de deuda (“leverage”), supone una posición más débil ante cualquier “shock”.

Global debt securities market

Outstanding amounts

Estimated size of global debt securities market¹



Fuente: BIS

Por último y para mí el más peligroso para los mercados, hay riesgo de **pérdida de credibilidad de los Bancos Centrales**, ante la evidencia de unas políticas equivocadas para solucionar los problemas estructurales derivados de la globalización, tecnología y envejecimiento de la población.

Finalmente les adjunto un link a una entrevista a **William White**, ex “chief economist” del Banco Internacional de Pagos de Basilea y que fue de los pocos economistas de los Bancos Centrales, por no decir el único, que alertó de la burbuja inmobiliaria en 2006 y que hoy dice:

<http://www.fuw.ch/article/i-see-speculative-bubbles-like-in-2007/>

Por lo que se refiere al posicionamiento del Fondo seguimos apostando por una corrección importante de los mercados de Renta variable y por una apreciación del dólar, especialmente ante el euro.

Un saludo y buen mes a todos,

Juan Manuel Mazo, gestor de **Maral Macro** [+info].

Twitter: @JuanMMazo



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante

Anexo I · Tabla Macro



MARAL MACRO, FI

Datos encuestas

País				Producción	Ventas	PMI manufc.	Confianza	
	PIB (YoY)	Inflación	Desempleo	industrial (YoY)	minoristas		PMI servic	consumidor
Desarrollados								
USA	2,3	1,5	6,7	3,8	2,2	54,9	53,1	82,3
Eurozona	0,5	0,7	11,8	1,7	0,8	53,4	53,1	-8,6
España	0,6	0,4	25,3	2,8	0,6	52,7	54	74,9
Alemania	1,4	1,3	6,7	4,8	-1,9	54,1	55	102
Francia	0,8	0,6	10,4	-0,8	2,4	51,2	50,3	85
Italia	-0,9	0,3	12,7	0,4	-1,0	54	49,5	105,4
Portugal	1,7	-0,4	15,2	-1,3	1,3			-30,3
Irlanda	-0,7	0,2	11,7	2,8	8,8			83,1
Gran Bretaña	3,1	1,6	6,9	2,7	4,2	57,3	57,6	-3
Canadá	2,5	1,5	6,9	0,8	3,7	55,2		60,1
Suiza	1,9	0,0	3,2	0,8	1,0	55,8		-2
Japón	0,7	1,6	3,6	7,0	11,0	49,4		42,7
Australia	2,8	2,9	5,8	0,0	5,9	44,8	48,9	99,7
Emergentes								
China	7,4	2,4	4,1	8,8	12,0	50,4	54,5	107,9
Corea	3,9	1,5	3,5	2,8	2,2	50,4		91,2
Tailandia	0,6	2,5	0,9	16,3	-8,0			68,8
India	4,7	6,7	9,9	-1,9		51,3	47,5	42,2
Sudáfrica	2,0	6,0	24,1	1,6	2,2	50,3		-6
Rusia	2,0	6,9	5,4	1,4	4,0	48,3	47,7	-11
Polonia	2,7	0,7	13,9	5,4	7,0	52		82,8
Mexico	0,7	3,8	5,3	0,7	-2,5	51,7		88,8
Brasil	1,9	6,2	5,0	5,0	8,5	50,6	51	107,2
Chile	-0,1	3,5	6,5	0,5	3,6			



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com



Anexo II · Resumen mercados

Performance monitor a 30/04/2014

Asset class	Index	CCY	Rentabilidad %						Volatilidad	Mínimo 12 M	Máximo 12 M		
			Ultimo	MTD	YTD	12M	3Y	5Y					
Equity	Global Equity	MSCI AC	USD	414,09	0,75	1,36	12,09	16,02	85,67	9,71	344,56	415,67	
	Developed equity	MSCI World	USD	1687,74	0,83	1,61	14,33	21,54	90,48	9,90	1393,93	1692,89	
		S&P-500	USD	1883,95	0,62	1,93	17,93	38,16	115,64	11,50	1560,33	1897,28	
		Nasdaq-100	USD	3582,02	-0,38	-0,28	24,06	49,00	159,12	13,65	2825,18	3738,32	
		Russell 2000	USD	1126,86	-3,94	-3,16	18,93	30,23	129,28	15,54	927,95	1212,82	
		DAX	EUR	9603,23	0,50	0,53	21,35	27,80	104,13	15,06	7655,83	9794,05	
		CAC	EUR	4487,39	2,18	4,46	16,35	9,26	43,97	15,57	3575,17	4504,14	
		Stoxx 600	EUR	337,89	1,07	2,93	13,88	19,07	71,27	12,08	274,97	339,86	
		Eurostoxx 50	EUR	3198,39	1,16	2,88	17,93	6,21	37,00	15,98	2494,54	3239,14	
		Ibex	EUR	10459,00	1,15	5,47	24,23	-3,86	17,63	18,47	7508,40	10705,10	
		MIBTEL	EUR	21783,38	0,42	14,84	29,91	-2,83	15,23	20,74	14901,46	22210,34	
		FTSE 100	GBP	6780,03	2,75	0,46	5,44	11,70	61,83	11,71	6023,44	6875,62	
		SMI	CHF	8476,66	0,27	3,34	7,22	29,62	64,51	13,42	7247,25	8546,06	
		Nikkei 225	JPY	14304,11	-3,53	-12,20	3,20	45,22	62,03	26,00	12415,85	16320,22	
		Emerging equity	MSCI Emerging	USD	995,28	0,06	-0,74	-4,25	-17,34	54,17	12,93	877,73	1064,68
			MSCI EM Asia	USD	548,57	0,54	-0,52	-0,70	-7,46	70,79	12,69	475,70	566,88
			MSCI Eastern European	USD	171,83	-4,67	-14,18	-10,44	-38,65	28,38	20,21	155,88	214,02
MSCI Latin America	USD		3253,91	1,87	1,66	-13,82	-29,78	28,34	18,05	2810,92	3828,78		
Shanghai	CNY		2026,36	-1,46	-4,24	-6,80	-30,40	-18,21	18,14	1849,65	2334,34		
Sovereign debt	Developed debt	JPM GBI EMU 1_3 in LOC	EUR	223,78	0,10	0,90	1,77	8,50	10,49	0,86	217,98	223,85	
		JPM GBI EMU 3_5 in LOC	EUR	287,98	0,45	2,80	3,58	18,11	20,80	1,94	271,61	288,08	
		Euro MTS 1-3 Year Index Level	EUR	166,75	0,13	0,89	1,53	8,44	10,60	0,93	162,73	166,78	
	Alemania 10Y	Alemania 10Y	EUR	1,47	-0,10	-0,46	0,25	-1,77	-1,66		1,15	2,09	
		USA 10Y	USD	2,65	-0,07	-0,38	0,97	-0,64	-0,46		1,62	3,05	
		España	EUR	3,02	-0,22	-1,14	-1,12	-2,28	-0,89		3,00	5,13	
		Japón 10Y	JPY	0,63	-0,02	-0,11	0,02	-0,58	-0,79		0,56	1,00	
		Australia 10Y	AUD	3,95	-0,13	-0,29	0,86	-1,48	-0,61		3,01	4,44	
		Emerging debt	Morningstar EM Sov debt	USD	559,94	1,76	5,60	-2,17	18,64	58,91		505,70	575,77
	Credit	iTraxx Europe 5Y TR	EUR	70,08	0,11	0,11	-33,99	-28,51	-55,14	44,67	68,24	134,59	
			EUR	87,90	-15,08	-15,08	-46,08	-36,85	-76,42	36,28	86,02	190,20	
		iTraxx HiVol 5Y TR	EUR	272,99	-4,63	-4,63	-35,45	-34,26	-73,85	44,06	249,45	534,20	
		iBoxx € corporates	EUR	102,33	0,42	1,68	-0,63			2,29	99,33	103,33	
iBoxx € financials			EUR	106,95	0,33	0,81	-1,47			1,93	104,84	108,94	
iBoxx € non-financials			EUR	99,74	0,62	2,21	-0,68	6,34	11,12	2,40	96,84	100,71	
iBoxx GBP corporates		GBP	156,04	1,25	3,78	-0,71	22,40	57,78	5,08	145,85	157,94		
iBoxx \$ corporates		USD	100,00	0,63	2,47	-3,59	3,27	21,62	3,67	95,82	103,95		
iBoxx € HY ex XO		EUR	91,91	1,74	13,40	12,91			9,50	73,71	92,09		
iBoxx \$ liquid HY		USD	233,59	0,51	3,21	4,97	25,35	94,22	3,16	211,30	233,65		
iBoxx € Covered		EUR	105,87	0,24	1,28	-1,55	8,19	8,01	2,24	103,68	107,77		
Corporates emergentes		Morningstar EM corporates	USD	269,59	0,90	3,60	-0,48	11,03	94,11	3,90	248,74	271,86	
High Yield emergentes		Morningstar HY Emergentes	USD	312,69	1,99	5,72	-0,62	25,34	89,28	6,81	280,11	316,89	
Commodities		GSCI Total (TR)	USD	5008,40	0,74	3,70	6,94	-13,02	42,06	11,58	4573,50	5155,80	
	GSCI Agriculture (TR)	USD	721,83	2,66	19,00	1,49	-15,25	28,02	14,67	588,25	723,22		
		USD	1136,43	0,42	0,92	9,15	-10,69	49,74	14,89	1013,68	1201,27		
	GSCI Energy (TR)	Crude Oil (TR)	USD	1412,18	-0,94	2,95	9,20	-18,29	31,61	18,01	1254,56	1560,06	
		Natural Gas (TR)	USD	79,05	9,78	23,80	8,98	-45,35	-73,79	37,64	51,61	87,40	
	GSCI Industrial Metals (TR)	USD	1316,30	1,75	-3,69	-4,80	-34,97	24,00	16,24	1248,57	1461,82		
		Cobre	USD	302,95	0,13	-10,81	-4,96	-27,27	50,72	18,22	292,75	344,45	
	GSCI Livestock (TR)	USD	2356,89	-0,96	13,90	18,62	4,14	8,17	9,12	1923,69	2436,93		
	GSCI Precious Metals (TR)	USD	1623,62	0,46	6,59	-13,48	-27,27	39,15	21,63	1495,09	1895,04		
		Oro	USD	1293,50	0,51	7,64	-12,12	-17,28	43,90	19,44	1180,57	1488,07	
		Plata	USD	19,19	-3,00	-1,43	-20,63	-59,93	50,31	29,83	18,22	25,10	
Currencies	Desarrollados	EURUSD	1,39	0,68	0,90	5,38	-6,36	4,07	6,77	1,28	1,40		
		GBPUSD	1,69	1,15	1,91	8,58	0,99	14,07	6,83	1,48	1,69		
		USDJPY	102,14	-0,90	-3,01	4,73	25,80	5,36	10,76	93,79	105,44		
		USDOCHF	0,88	-0,42	-1,40	-5,42	1,75	-22,28	8,16	0,87	0,98		
		USDAUD	1,08	-0,06	-3,90	11,77	18,27	-21,52	9,64	0,97	1,15		
		Emergentes	USDBRL	2,23	-1,74	-5,50	11,54	41,70	2,42	12,89	2,00	2,45	
	USDMXN	13,09	0,26	0,39	7,89	13,85	-3,76	9,79	11,94	13,61			
	USDCNY	6,26	0,68	3,39	1,52	-3,58	-8,28	1,49	6,04	6,27			
	USDKRW	1033,22	-2,96	-1,58	-6,18	-3,58	-22,94	6,81	1029,96	1162,90			
	USD RUB	35,66	1,39	8,50	14,81	30,23	7,85	8,27	30,95	36,90			
Volatility	VIX	13,41	-3,39	-2,26	-0,81	-9,08	-62,83		11,69	21,91			
	VDAX	15,41	-0,58	17,10	-3,93	2,80	-54,21		11,47	22,07			

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



@abanteasesores



Abante



abanteasesores.com

abante