Mercados

Dado que los datos fundamentales publicados en mayo fueron dispares, pero poco espectaculares, las fluctuaciones de los precios de los activos durante el mes fueron sorprendentemente volátiles. Las noticias más importantes fueron las oscilaciones de los precios de la renta variable japonesa y el significativo retroceso de los rendimientos de la deuda pública mundial.

La rentabilidad del índice Nikkei 225 en mayo, de -0,6%, no refleja la actividad intramensual, que fue excepcional. En la primera mitad del mes continuaron las tendencias de depreciación del yen y ganancias del mercado de renta variable de los últimos seis meses, y el Nikkei cerró el día 22 con una subida del 12,7%. Sin embargo, en la segunda mitad de mayo estas ganancias desaparecieron totalmente tras tres caídas diarias de -7,3%, -3,2% y -5,2%. El inicio de la corrección en la región estuvo inicialmente justificado por el incumplimiento, por escaso margen, del índice manufacturero HSBC de China; sin embargo, al final del mes quedó claro que la magnitud de las fluctuaciones había sido muy superior a la que cabía esperar tras el "casi cumplimiento" de China, y que probablemente se trataba de una realización de beneficios. Vale la pena recordar que esta tendencia del Nikkei (y, de hecho, del yen) está impulsada por la política expansionista a largo plazo del gobierno japonés, por lo que es bastante probable que la corrección no sea más que un episodio pasajero dentro de un cambio de dinámica a largo plazo.

Como resultado de las importantes fluctuaciones de los precios a lo largo del mes, los mercados de volatilidad de Asia mostraron una gran actividad, y la volatilidad implícita del Nikkei aumentó desde el 26% a principios de mes hasta un máximo del 45% a mediados de mes. Las subidas bruscas de la volatilidad suelen ser un síntoma de ineficiencia del mercado, y pueden ofrecer oportunidades a los gestores de *hedge funds* (como se explica en detalle en la página siguiente).

En otras regiones, los mercados de renta variable prolongaron sus recientes subidas a principios de mayo con ganancias diarias regulares, incluso sin una indicación clara de continuación del crecimiento o publicación de datos fundamentales. De hecho, en Europa, las valoraciones continuaron mejorando pese a que la temporada de resultados fue más débil de lo esperado, ya que solo el 30% de las empresas superó las estimaciones. Esta evolución de los precios indica que los inversores confían en el compromiso de los responsables políticos de proporcionar un mayor estímulo fiscal en la región si fuera necesario.

En EE.UU., el debate en curso en torno a la probabilidad de recorte de la expansión cuantitativa, y los riesgos asociados a este escenario, sigue teniendo más importancia que los acontecimientos macroeconómicos individuales. El resultado fue una vuelta atrás del tipo del bono del Tesoro de EE.UU. a 10 años a lo largo del mes, desde el 1,7% hasta el 2,1%, un nivel que no se alcanzaba desde abril de 2012. Aunque la variación a lo largo del periodo ciertamente es sustancial, el nivel de preocupación no lo es tanto, ya que parece que la causa es un mayor crecimiento en EE.UU. y la posterior retirada de la expansión cuantitativa, y no el resultado de una espiral inflacionista o de la inquietud en torno a la estabilidad fiscal. El rendimiento japonés a 10 años también experimentó una gran variación intramensual (cerró el mes en el 0,86%), y la volatilidad adicional del mercado llevó a los inversores a exigir una prima más alta. Esta evolución hizo desaparecer la divergencia de rendimientos entre EE.UU. y Japón (como puede verse en el siguiente gráfico), una oportunidad a la que estaban expuestos muchos *hedge funds* macro discrecionales.



Los cambios de tendencia de la renta variable japonesa, el yen y la deuda pública se repitieron en el comportamiento sectorial de los mercados de renta variable. Los sectores defensivos lideraron el mercado entre enero y abril, mientras los inversores ampliaban su búsqueda de rendimientos desde los bonos a la renta variable con dividendos elevados. En mayo, la tendencia se invirtió: los sectores cíclicos se situaron en cabeza y los defensivos quedaron rezagados. Queda por ver si estas fluctuaciones se deben únicamente a la realización de beneficios o son el comienzo de una rotación más sostenida hacia valores de mayor riesgo. Este cambio de tendencia puede explicar parte de las ganancias del índice S&P, con más ponderación relativa de títulos financieros y tecnológicos (alrededor del 17% y el 18%, respectivamente) que de los sectores más defensivos de servicios públicos y telecomunicaciones (alrededor del 3% cada uno).

Una pauta que no se invirtió en mayo fue la rentabilidad inferior de las clases de activos de mercados emergentes (ME). Desde principios de año, este bajo rendimiento se había basado principalmente en el peor comportamiento de los activos de riesgo con respecto a sus equivalentes de mercados desarrollados, con un buen comportamiento de las posiciones en tipos de interés y, en menor medida, en renta fija. En mayo no fue así, y los receptores de tipos de interés, en particular, perdieron valor a precios de mercado al subir los tipos (el incremento de 50 puntos básicos de Brasil pilló a muchos por sorpresa). Esta situación, con depreciación tanto de los activos de riesgo de ME como de los tipos de ME, es una dinámica muy poco habitual en el mercado, y dio lugar a flujos de salidas de los fondos de renta variable y bonos de ME hacia el final del mes.

Después de un mes de abril extraordinariamente volátil para las materias primas, la volatilidad intramensual se mantuvo en un nivel alto en mayo. Las materias primas agrícolas, y sobre todo los cereales, sufrieron algunas fluctuaciones importantes, tanto en sentido direccional como tomando en consideración las oportunidades de valor relativo. Los metales también exhibieron volatilidad y, en general, los mercados evolucionaron de manera irregular y dentro de un rango.

En general, los mercados de crédito bajaron en mayo y los diferenciales con respecto a los bonos del Tesoro aumentaron marginalmente tras las fluctuaciones de los rendimientos del Tesoro. Incluso en un mes en el que los diferenciales se ampliaron, hubo movimientos idiosincráticos específicos de compañías, y el resultado fue un mercado con un alto nivel de dispersión. Algunas de las principales fluctuaciones afectaron a paquetes monolines de RMBS, llegándose a acuerdos frente a bancos en varios casos.

# Hedge funds

La evolución positiva reciente de la industria de los *hedge funds* prosiguió en mayo; el índice HFRX Hedge Fund Global cerró con una subida del 0,75%, y fue el séptimo mes positivo consecutivo para el conjunto del sector. Las estrategias Global Macro presentaron el rango de rentabilidades más disperso; los CTA perdieron casi todos los beneficios de abril, pero los gestores macro discrecionales registraron unas ganancias elevadas.

Después de un mes de abril muy positivo, los gestores de Futuros Gestionados sufrieron pérdidas en mayo. Varias tendencias que habían cosechado beneficios en abril se invirtieron a mediados de mes, incluyendo tanto el Nikkei como el yen, que habían llegado a representar grandes posiciones en las carteras de los gestores. Además, las posiciones largas en renta fija que muchos gestores llevaban tiempo manteniendo tuvieron asimismo un comportamiento negativo en el mes, ya que los rendimientos de los bonos aumentaron en todos los mercados desarrollados. Nuestra opinión sobre el entorno para los gestores de Futuros Gestionados se mantiene prácticamente sin cambios pese a los grandes beneficios y las posteriores pérdidas de abril y mayo, respectivamente. Siempre que la magnitud de las intervenciones por sorpresa en los mercados de reguladores y bancos centrales sea poco importante, el entorno para los gestores será más propicio para la generación de rentabilidad que durante gran parte de 2012. Un riesgo potencial para este entorno es la posibilidad de que el recorte de la expansión cuantitativa tenga lugar muy al principio de la recuperación, lo que podría provocar nuevas intervenciones de choque que afectarían negativamente a cualquier tendencia del mercado.

Las estrategias Global Macro discrecionales parecen encontrarse entre las más rentables de mayo gracias a diversas operaciones. En general, estaban mejor posicionadas en Japón que los gestores más sistemáticos y, debido a la naturaleza de la corrección del mercado, pudieron reaccionar más rápidamente que los seguidores de tendencias a varias noticias. Una de las estrategias que benefició a muchos gestores discrecionales fue la relación entre la deuda pública de Japón y de EE.UU., que puede verse en el gráfico de la página anterior. Al aparecer la anomalía de precios entre los bonos japoneses (JGB) y los bonos del Tesoro de EE.UU., los *hedge funds* pudieron tomar posiciones largas en bonos del Tesoro de EE.UU. y cortas en bonos japoneses (JGB). Sin duda alguna, las condiciones actuales ofrecen oportunidades a los gestores Global Macro, dadas las grandes discrepancias en cuanto a actividad de los bancos centrales y condiciones económicas regionales y la continua ruptura de las elevadas correlaciones regionales. Este entorno no solo ofrece oportunidades para que los gestores se beneficien de las tendencias divergentes, sino que las correlaciones más bajas también les permiten construir carteras con un mayor grado de diversificación.

Los gestores de Renta variable *long-short* de Europa y EE.UU. ganaron dinero en mayo al mejorar las valoraciones del mercado de renta variable durante el periodo, aunque la leve alza de la volatilidad y un pequeño descenso del valor en la segunda mitad del mes moderaron estos beneficios. Pese a que los índices principales fluctuaron más bien en función de la probabilidad de más inyecciones de liquidez de los bancos centrales, todavía existían grandes oportunidades en los mercados de generación de alfa mediante el análisis fundamental, y los inversores en general aún mostraron racionalidad en la toma de decisiones. Esto, combinado con los flujos positivos hacia los mercados de renta variable, aseguró que los precios de los valores estadounidenses y europeos continuaran determinados por factores fundamentales, algo muy positivo para los gestores *long-short*.

Los gestores de Crédito *long-short* registraron beneficios en un mes en general bajista para el mercado. Hace tiempo que exaltamos las virtudes de las posiciones en gestores *long-short*, en oposición a gestores *long-only*, en el segmento de crédito, pues pensábamos que los diferenciales de crédito ofrecían una mala relación alcista-bajista. El hecho de que el mercado de crédito cayera ligeramente, pero conservando su alto nivel de dispersión, es otra buena noticia para los gestores *long-short*.

Los gestores de Arbitraje Estadístico que operan en la región asiática habían disfrutado de un comienzo de año particularmente positivo, pues las estrategias de momentum fundamental se beneficiaron de la fuerte direccionalidad de los mercados. Este sólido recorrido terminó en mayo, ya que la caída del Nikkei y otros índices asiáticos se tradujo en pérdidas para las estrategias de momentum, y el carácter particularmente técnico de la corriente de ventas en Asia, ejemplificado por los tres días separados con pérdidas superiores al 3% en el Nikkei, magnificó estas pérdidas.

Consideramos que mayo representa un bache en un año por lo demás positivo para los gestores de Arbitraje Estadístico. La rentabilidad a largo plazo de la estrategia depende, al igual que en muchos sectores, de la concentración de la competencia. Debido a la ausencia de capital bancario, la capacidad de esta estrategia aún es significativa. Además, el nivel de capital de la estrategia está directamente relacionado con la rentabilidad, ya que el número de ineficiencias del mercado, que benefician a los gestores de Arbitraje Estadístico, se reduce cuando se despliega más capital en busca de oportunidades.

Si bien los gestores de Arbitraje Estadístico asiáticos tuvieron dificultades en mayo como consecuencia de la caída técnica del mercado, los de Arbitraje de Volatilidad se beneficiaron. La volatilidad del Nikkei se disparó durante el mes, llegando al 43%, y cerró en un nivel todavía alto del 36%. Varios gestores negociaron en Volatilidad asiática vía ASCOTs (Asset Swapped Convertible Option Transactions), un derivado que permite la exposición a volatilidad a través de una opción convertible), y se beneficiaron del mayor valor de las opciones que acompaña a los incrementos de volatilidad. Además, varios gestores gestionaban carteras con coberturas de renta variable incluidas, que contribuyeron a la rentabilidad como consecuencia de la caída del Nikkei.

Los gestores de Arbitraje de Bonos Convertibles también consiguieron sacar provecho de la negociación de gamma gracias a la fuerte escalada de la volatilidad en Asia. Otras regiones mantuvieron su buen comportamiento reciente, ya que los mercados de renta variable evolucionaron positivamente en líneas generales.

Los gestores de Materias Primas cerraron el mes más o menos sin cambios, si bien la dispersión entre las cifras de rentabilidad de los gestores individuales fue significativa. En este momento, el entorno, con una gran volatilidad intramensual, debe considerarse bastante positivo para el conjunto de los gestores de Materias Primas, suponiendo que esta volatilidad se basa en factores fundamentales, pues ofrece oportunidades para aquellos gestores que tienen una clara ventaja para generar ganancias en un mercado determinado.

Los gestores de Mercados Emergentes continúan teniendo dificultades para generar rentabilidad, pues las estrategias que habían funcionado bien durante un periodo de tiempo significativo se vinieron abajo en mayo, como los receptores de tipos de interés y la exposición a renta fija. Con flujos de salidas de fondos hacia finales de mayo, parte del retroceso se debió a factores técnicos, que aumentaron las pérdidas de algunos gestores fundamentales de Mercados Emerg