

# Fundusze hedgingowe Man

23 lipca 2012



## Fundusze hedgingowe – podsumowanie

### Rajd na koniec kwartału

Dla funduszy hedgingowych czerwiec był miesiącem dość nietypowym. Gwałtowne wzrosty pod koniec miesiąca, wywołane stymulacją fiskalną w strefie euro, zbiegły się z próbami zmuszania funduszy hedgingowych, posiadających krótkie pozycje w euro i na ryzykowne aktywa, do ich zamykania jeszcze przed końcem kwartału.

Ta agresywna postawa wpłynęła, także na wyniki funduszy podążających za trendami (CTA), które charakteryzują się znacznym zaangażowaniem w akcje – wiele strategii inwestowania w kontrakty futures odnotowało nawet dwucyfrowe spadki. A fakt, że wielu zarządzających odrobiło większość strat w ciągu pierwszych dziesięciu dni lipca jedynie potwierdza hipotezę związaną z końcem kwartału.

Dane rynkowe często przeceniają rozmiary płynności instrumentów finansowych, a czerwcowe wahania znalazły odzwierciedlenie w niskich obrotach. Rynek najprawdopodobniej aż do końca lata będzie poruszał się w trendzie bocznym – dopiero wtedy zwiększona płynność stworzy zarządzającym nowe możliwości.

### Rynek długu nadal atrakcyjny

Przez cały miesiąc rynki długu cieszyły się dużym wsparciem, zaś oferty kupna odzwierciedlały większą atrakcyjność zwrotów z rynku długu niż z rynku akcji. Duże rozproszenie, widoczne obecnie na rynkach długu, daje inwestorom spore możliwości.

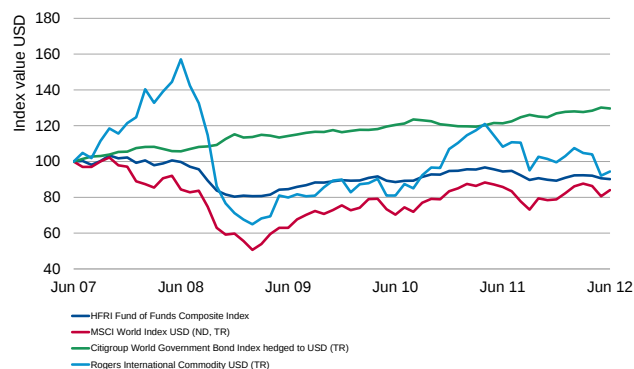
### Trudny miesiąc dla inwestycji w kontrakty terminowe

Czerwiec był trudnym miesiącem i wiele funduszy hedgingowych zmniejszyło wypracowane wcześniej zyski. Najbardziej straciły inwestycje w kontrakty futures (managed futures) oraz strategie trendów ekonomicznych na rynkach globalnych (global macro), a ich straty przeważały skromne zyski uzyskane przez fundusze hedgingowe akcji oraz fundusze arbitrażowe (relative value).

Zarządzający strategiami opartymi na kontraktach futures ucierpieli przede wszystkim z powodu wysoko skorelowanego zwrotu na rynku obligacji, rynku walutowym, surowcowym i akcji, gdzie zarządzający podążający za trendem odnotowali poważne straty.

Zarządzający strategiami trendów ekonomicznych na rynkach globalnych musieli borykać się ze zmiennością na instrumentów finansowych, wciąż obecną w czerwcu – pomimo poprawy pod koniec miesiąca. Poniesione straty wpłynęły na obniżenie zysków z poprzednich okresów i chociaż niektóre strategie pozwoliły na odrobienie strat już w ciągu pierwszych dziesięciu dni lipca, to jednak perspektywy nadal nie są optymistyczne.

Pozytywne jest to, że niektórzy zarządzający funduszami arbitrażowymi potrafili wykorzystać możliwości, jakie dawały duże wahania wartości rynkowych. Chociaż zarządzający neutralnymi funduszami akcji mozolnie wracali na ścieżkę wzrostu, to zarządzający funduszami arbitrażowymi osiągnęli solidne zyski – podobnie zresztą jak niektórzy zarządzający akcyjnymi funduszami hedgingowymi akcji z przewagą pozycji długich, którzy byli w stanie zarobić na niezwyklej rajdzie na ryzykowne aktywa, z jakim mieliśmy do czynienia pod koniec miesiąca.



|                                                                            | Last month | Last 3 months | Last 12 months |
|----------------------------------------------------------------------------|------------|---------------|----------------|
| <b>HFRI Funds of Funds Composite</b>                                       | -0.5%      | -2.3%         | -4.5%          |
| <b>MSCI World Index USD (Net Dividend, Total Return)</b>                   | 4.3%       | -4.1%         | -2.0%          |
| <b>Citigroup World Government Bonds Index hedged to USD (Total Return)</b> | -0.4%      | 1.6%          | 6.8%           |
| <b>Rogers International Commodity Index (Total Return)</b>                 | 2.5%       | -9.8%         | -12.7%         |

## Otoczenie rynkowe

### Dane ekonomiczne wciąż rozczarowują...

W tym miesiącu rynki akcji starały się obrać jakiś konkretny kierunek pomimo tego, że indeks MSCI World znalazł się na poziomie 4.3%. Obroty były niskie, ponieważ wielu uczestników rynku wolało nie angażować się zbyt mocno. Na początku, ze względu na słabe dane makro, obserwowaliśmy kontynuację trendu spadkowego – dane z amerykańskiego rynku pracy za maj były najgorsze od 12 miesięcy, zaś europejski PMI spadł do poziomu najniższego od trzech lat. Jednocześnie rentowności krótkoterminowych obligacji szwajcarskich spadły do poziomów ujemnych, co zmusiło Szwajcarski Bank Centralny do słownej interwencji – ostrzeżenia o możliwości wprowadzenia kontroli przepływów kapitałowych po to, aby zapobiec odpływowi aktywów ze strefy euro.

|                                       | Last month | Last 3 months | Last 12 months |
|---------------------------------------|------------|---------------|----------------|
| <b>S&amp;P 500 (Total Return) USD</b> | 4.0%       | -3.3%         | 3.1%           |
| <b>US dollar</b>                      | -1.2%      | 2.4%          | 7.8%           |
| <b>WTI crude oil (USD)</b>            | -1.8%      | -17.5%        | -11.0%         |

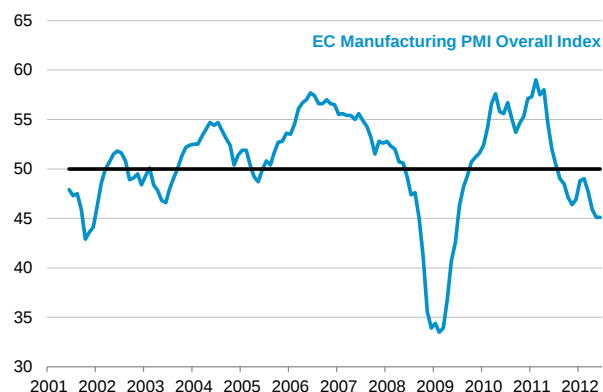
|                                                  | Change      | Value | High/low    |
|--------------------------------------------------|-------------|-------|-------------|
| <b>CBOE VIX Volatility Index</b>                 | -698.0 bps  | 17.1  | 26.7/17.1   |
| <b>CDX North American Investment Grade Index</b> | -1080,2 bps | 112.4 | 127.5/112.4 |

... ale pod koniec miesiąca nastroje wyraźnie się poprawiły

Mniej więcej w połowie miesiąca nastroje zaczęły się poprawiać – uczestnicy rynku dobrze przyjęli informacje o planach ratunkowych dla Hiszpanii oraz o zwycięstwie Nowej Demokracji w greckich wyborach. Ale wzrosty zaczęły tracić impet po tym, jak Rezerwa Federalna po swoim comiesięcznym posiedzeniu nie ogłosiła długo oczekiwanej, trzeciej rundy luzowania ilościowego. W ostatnim dniu miesiąca rynki poszły w górę po tym, jak Niemcy, pod naciskami ze strony Hiszpanii i Włoch, zgodziły się na bezpośrednią pomoc finansową dla banków bez zwiększania zadłużenia na poziomie poszczególnych krajów. I chociaż ustępstwo to obwarowane jest licznymi

warunkami, stawiającymi pod znakiem zapytania możliwość jego realizacji, to jednak wydaje się być dobrym krokiem w kierunku rozwiązania problemów strefy euro.

### European PMI slumps to a near 3 year low



50 = no change on previous month.

## Strategie hedgingowe

### Kontrakty futures (managed futures)– HFRI Systematic Diversified Index

| Czerwiec | YTD   | 12 miesięcy |
|----------|-------|-------------|
| -3.0%    | -0.6% | -0.8%       |

Nietypowy miesiąc, charakteryzujący się ujemną stopą zwrotu

Czerwiec był trudnym miesiącem dla zarządzających inwestycjami w kontrakty terminowe. Co prawda maj przyniósł im spore zyski, ale musieli je oddać już w czerwcu. HFRI Systematic Diversified Index zakończył miesiąc na poziomie -3%, zaś niektóre strategie podążania za trendem odnotowały nawet dwucyfrowe spadki. Zarządzający ucierpieli na skutek odwrócenia trendu korelacji pomiędzy wycenami na rynku obligacji, walutowym, surowcowym i akcji. Biorąc pod uwagę te zmiany trendu, niemal wszyscy podążający za trendem odnotowali duże straty na obligacjach, euro i surowcach, szczególnie energetycznych.

## Coraz większa koncentracja zaangażowania

Co więcej, na rynku widać coraz większą korelację pomiędzy zachowaniem poszczególnych klas aktywów – jest to związane z jednym, dominującym tematem – europejskim kryzysem na rynku długu. Dla podążających za trendem oznacza to potencjalne dostosowanie w postaci zakupu obligacji, sprzedania euro oraz odsunięcie ryzyka poprzez jego koncentrację. Wyjątkiem jest sektor akcji, gdzie podążający za trendem wybierają podejście long, czyli kupno. Ponieważ ryzyko napędzane jest pojedynczymi informacjami, daje to możliwość występowania dużo większych anomalii. Poza tym „krótki squeeze” (niedobór niektórych papierów, windujący ich cenę), jaki miał miejsce pod koniec miesiąca zaowocował sporymi stratami w przypadku wielu naszych zarządzających.

## Trendy ekonomiczne na rynkach globalnych (global macro) – HFRI Macro Index

| Czerwiec | YTD   | 12 miesięcy |
|----------|-------|-------------|
| -1.6%    | -0.6% | -2.6%       |

## Wysoka zmienność w porównaniu z poprzednim miesiącem

Czerwiec był trudnym miesiącem dla większości zarządzających funduszami makro o wszystkich strategiach. Kilka trendów, które w maju odnotowało poprawę wyników, w czerwcu zmieniło kierunek. Zgodnie z tym, większość zarządzających strategiami uznaniowymi (discretionary) utrzymało swoje negatywne, fundamentalne prognozy i utrzymało te pozycje przez cały czerwiec, co przyniosło zniwelowanie wcześniejszych zysków. W lipcu niektóre strategie kierunkowe zaczęły już odrabiać straty z czerwca, co tylko dowodzi dużej miesięcznej zmienności.

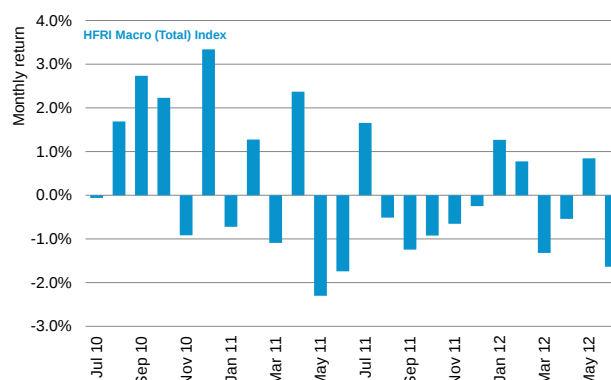
## Pesymizmu ciąg dalszy

Stopień realizacji zysków zależał od fundamentalnych prognoz zarządzających – większość z nich nadal nastawionych jest na spadki, gdyż spodziewa się, że pozytywny wpływ kroków zmierzających w stronę ratowania strefy euro będzie krótkotrwały. Istotne obroty

obejmują skracanie euro, wydłużanie obligacji oraz sprzedaż aktywów powiązanych ze strategiami globalnego wzrostu, takich jak waluty surowcowe. Jest to wyraźne odzwierciedleniem pesymizmu zarządzających.

## Spowolnienie konsolidacji na rynkach wschodzących, szczególnie w krajach BRIC

Spowolnienie na rynkach wschodzących nie jest już wyłącznie tematem dyskusji, ale już zostało wycenione w różnych klasach aktywów, zwłaszcza stopach procentowych, kursach wymiany i akcjach. Niepewność dodatkowo zwiększają wydarzenia polityczne w Egipcie i Turcji. Rynki wciąż są trapiące krótkotrwałymi, gwałtownymi zmianami kierunku, prowadzącymi do nietypowych zachowań, mocno odbiegających od strukturalnych pozycji zarządzających. Zarządzający spodziewają się kontynuacji interwencji na rynkach i funkcjonują z dużą dozą ostrożności.



## Fundusze hedgingowe akcji (equity hedged) – HFRI Equity Hedge Index

| Czerwiec | YTD  | 12 miesięcy |
|----------|------|-------------|
| 0.9%     | 2.1% | -7.4%       |

## Zmienne koleje losu

Po koszmarnym maju zarządzający funduszami hedgingowymi akcji odnotowali lekką poprawę sytuacji. HFRI EH index zyskał 0.9%, co sprawiło, że jego wartość od początku roku ustabilizowała się na poziomie dodatnim (2.1%). Jednak i tak jest to wynik znacznie gorszy niż wynik tradycyjnych zamienników akcji, które większą część swoich miesięcznych zysków zwykle generowały w ostatnim dniu handlu.

## Nietypowy „rajd na ryzyko”

Do 20 dnia miesiąca mieliśmy do czynienia z minimalną korelacją między zwrotami a zaangażowania netto. Wynik był raczej odzwierciedleniem jednego czynnika i alokacji aktywów, zaś zwroty wynikały z polityki inwestycyjnej stosowanej na danym rynku oraz innych czynników o charakterze lokalnym. Nawet wzrosty na rynkach akcji, które miały miejsce po szczycie strefy euro, nie były typowym „rajdem na ryzyko”, gdzie zazwyczaj pozycje mają dużo większe znaczenie niż ekspozycja na beta. Ceny akcji wzrosły dzięki przejściu do sektorów defensywnych i generujących gotówkę, zaś jedynym sektorem „pro-ryzykownym”, który w całości uczestniczył w tym rajdzie, był sektor finansowy. Stąd nasi zarządzający, realizujący strategię long, mogli odnotować całą gamę zwrotów (od dodatnich po ujemne).

## Walka zarządzających strategiami o wysokiej zmienności

W kontekście wyników za maj i czerwiec nie dziwi, że zarządzający strategiami o wysokiej zmienności rozpoczęli miesiąc z podejściem typu „short”, które utrzymali przez cały miesiąc, a wielu z nich odnotowało zyski już w połowie drogi. Niestety, w ostatecznym rozrachunku i oni ponieśli straty, gdyż znaleźli się po niewłaściwej stronie kierunku, szczególnie w ostatnim dniu handlu.

## Strategie determinowane zdarzeniami (event driven) – HFRI Event Driven Index

|          | YTD  | 12 miesiąc |
|----------|------|------------|
| Czerwiec |      |            |
| 0.1%     | 2.4% | -4.0%      |

## Zarządzający strategiami event driven wyszli na plus

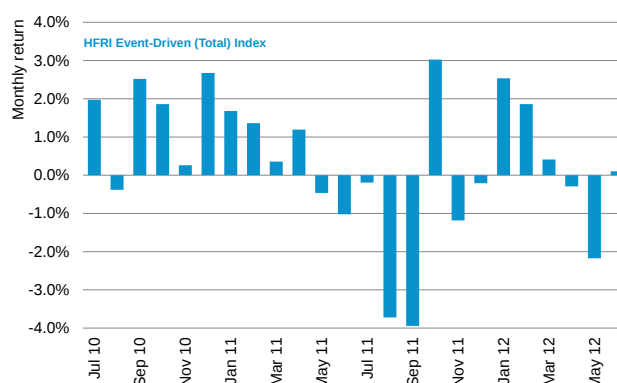
Zarządzający ci zatrzymali wcześniejsze spadki i zakończyli miesiąc na niewielkich plusach. Indeks HFRI ED umocnił się o około 0.1%, wzrastając od początku roku do poziomu 2.4%.

## Sprawni zarządzający papierami typu distressed poszli wbrew trendowi

W czerwcu indeks HFRI Distressed starał się przyjąć jakiś kierunek. Hedging był drogi, szczególnie w przypadku popularnych strategii „sovereign short” i indeksów syntetycznych, które pod koniec miesiąca poszybowały w górę. Niektóre popularne portfele, jak dług Lehmana, były dość tanie. Jednak wiele długich pozycji odbudowało się po majowych spadkach, ograniczając tym samym zakres szkód i pozwalając zarządzającym na odnotowanie zysków.

## Zmalały nadzieje na zwiększoną aktywność w sektorze M&A

Mimo pewnych pozytywnych sygnałów z maja, zwłaszcza zwiększonego zaangażowania inwestorów zagranicznych w transakcje M&A, dane za pierwsze pół roku rozczarowują – okazuje się, że lepszym wyznacznikiem były wyniki w marcu niż chwilowe ożywienie w maju.. Na całym świecie sfinalizowano transakcje o wartości około jednego biliona dolarów, co stanowiło 25% spadek w porównaniu do analogicznego okresu roku ubiegłego. Ale dane dla samych tylko Stanów Zjednoczonych były najgorsze od roku 2003. Dużo lepsza jest sytuacja w Europie, gdzie wartość transakcji spadła jedynie o 7%. Niemniej jednak bankierzy inwestyjni zachowują ostrożność jeśli chodzi o prognozy na drugą połowę roku, wskazując, że chociaż klienci są gotowi do zawierania transakcji, to nadal obawiają się nieprzyjemnych makroekonomicznych niespodzianek – szczególnie nieprzewidzianych wydarzeń w Grecji lub Hiszpanii, które w dodatku mogą przenieść się na inne kraje.



## Strategie arbitrażowe (relative value) – HFRI Relative Value Index

| Czerwiec | YTD  | 12 miesięcy |
|----------|------|-------------|
| 1.1%     | 4.3% | 1.4%        |

### Zarządzający strategiami arbitrażowymi zniwelowali straty z maja

W czerwcu zarządzający strategiami arbitrażowymi wrócili do formy, odrabiając straty z poprzedniego miesiąca i cementując swoje pozycje liderów strategii na rok kalendarzowy. W sumie HFRI Relative Value Index zakończył miesiąc na poziomie 1.1%, zaś od początku roku wzrósł o 4.3%.

### Wysoka zmienność to zarówno trudności, jak i szanse

Czerwiec był nerwowym miesiącem dla wszystkich z dużym apetytem na ryzyko, ponieważ nastroje na rynku były bardzo zmienne. Chociaż w takim otoczeniu trudno się poruszać, to wysoka zmienność zawsze daje możliwość zarobienia na zmianach kierunku. Zarządzający-arbitrażyści zauważyli także, że znaczny odpływ kapitału z peryferyjnych krajów europejskich do Stanów Zjednoczonych, Niemiec i Kanady to szansa na zajmowanie i zamykanie małych pozycji, podczas kiedy wcześniej rynek charakteryzował się niewielką ilością transakcji o sporych wolumenach.

### Kolejny trudny miesiąc dla zarządzających neutralnymi strategiami akcyjnymi

Zmienna skłonność do ponoszenia ryzyka przypieczętowała przekonanie, że zarządzający neutralnymi strategiami akcyjnymi borykają się z otoczeniem, które bombardowane jest sprzecznymi informacjami – na przykład dobre wyniki finansowe niwelowane są kiepskimi danymi makro ekonomicznymi. Wielu zarządzających miało problem z ustaleniem jakiegokolwiek kierunku, stąd najlepszym lekarstwem okazały się transakcje typu short.

## Performance statistics

|                                           | Zwrot<br>ostatni<br>miesiąc | Zwrot<br>ostatnie<br>3<br>miesiące | Zwrot<br>od<br>początk<br>u roku | Zwrot za<br>ostanie<br>12<br>miesięcy | Zwrot<br>za<br>ostanie<br>3 lata <sup>7</sup> | Zwrot<br>za<br>ostanie<br>5 lat <sup>7</sup> | Anualizowa<br>na<br>zmienność<br>(12<br>miesięcy,<br>rolowane) <sup>8</sup> | Anualizowa<br>na<br>zmienność<br>(5 lat,<br>rolowane) <sup>8</sup> | Wskaźnik<br>Sharpe <sup>9</sup> |
|-------------------------------------------|-----------------------------|------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------------------------------|----------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------|---------------------------------|
| <b>Fund of funds</b>                      |                             |                                    |                                  |                                       |                                               |                                              |                                                                             |                                                                    |                                 |
| HFRI Fund of Funds Composite              | -0.5%                       | -2.3%                              | 1.0%                             | -4.5%                                 | 2.2%                                          | -2.0%                                        | 5.1%                                                                        | 6.7%                                                               | n/a                             |
| <b>Managed futures</b>                    |                             |                                    |                                  |                                       |                                               |                                              |                                                                             |                                                                    |                                 |
| HFRI Systematic Diversified               | -3.0%                       | 0.0%                               | -0.6%                            | -0.8%                                 | 2.2%                                          | 5.1%                                         | 7.3%                                                                        | 9.3%                                                               | 0.40                            |
| Newedge CTA                               | -2.9%                       | 0.1%                               | -0.5%                            | -1.0%                                 | 1.3%                                          | 2.5%                                         | 7.4%                                                                        | 8.1%                                                               | 0.14                            |
| <b>Global macro</b>                       |                             |                                    |                                  |                                       |                                               |                                              |                                                                             |                                                                    |                                 |
| HFRI Macro (Total Return)                 | -1.6%                       | -1.3%                              | -0.6%                            | -2.6%                                 | 1.9%                                          | 3.4%                                         | 3.8%                                                                        | 5.6%                                                               | 0.37                            |
| HFRI Emerging Markets (Total Return)      | 0.6%                        | -5.8%                              | 1.1%                             | -12.9%                                | 4.2%                                          | -1.5%                                        | 14.5%                                                                       | 14.8%                                                              | n/a                             |
| <b>Relative value</b>                     |                             |                                    |                                  |                                       |                                               |                                              |                                                                             |                                                                    |                                 |
| HFRI Relative Value (Total Return)        | 1.1%                        | 0.2%                               | 4.3%                             | 1.4%                                  | 9.1%                                          | 4.2%                                         | 4.5%                                                                        | 6.6%                                                               | 0.42                            |
| HFRI Fixed Income – Convertible Arbitrage | 0.7%                        | -2.0%                              | 4.2%                             | -1.5%                                 | 10.5%                                         | 3.7%                                         | 7.2%                                                                        | 12.7%                                                              | 0.18                            |
| HFRI Equity Market Neutral                | 0.4%                        | -0.5%                              | 1.2%                             | -2.4%                                 | 1.0%                                          | -0.5%                                        | 4.6%                                                                        | 3.4%                                                               | n/a                             |
| <b>Equity hedged</b>                      |                             |                                    |                                  |                                       |                                               |                                              |                                                                             |                                                                    |                                 |
| HFRI Equity Hedge (Total Return)          | 0.9%                        | -4.5%                              | 2.1%                             | -7.4%                                 | 4.7%                                          | -0.7%                                        | 12.0%                                                                       | 11.1%                                                              | n/a                             |
| <b>Event driven</b>                       |                             |                                    |                                  |                                       |                                               |                                              |                                                                             |                                                                    |                                 |
| HFRI Event Driven (Total Return)          | 0.1%                        | -2.4%                              | 2.4%                             | -4.0%                                 | 8.0%                                          | 1.3%                                         | 7.7%                                                                        | 8.2%                                                               | n/a                             |
| HFRI Merger Arbitrage                     | 0.1%                        | -0.6%                              | 1.1%                             | 0.4%                                  | 4.1%                                          | 2.7%                                         | 2.3%                                                                        | 3.4%                                                               | 0.38                            |
| HFRI Distressed/Restructuring             | -0.5%                       | -2.4%                              | 2.3%                             | -3.4%                                 | 9.5%                                          | 1.1%                                         | 7.5%                                                                        | 8.5%                                                               | n/a                             |

**Źródło: Dane Man i Bloomberg.** **1.** Deutsche Bank USD Trade-Weighted. **2.** HFRI Systematic Macro Index. **3.** HFRI Macro (Total) Index. **4.** HFRI Equity Hedge (Total) Index. **5.** HFRI Event Driven (Total) Index. **6.** HFRI Relative Value (Total) Index. **7.** Dane zannualizowane. **8.** Odchylenie standardowe jest obliczone przy wykorzystaniu miesięcznych zwrotów. Okresy dłuższe niż 12 miesięcy są znnualizowane. **9.** Wskaźniki Sharpe'a są obliczone przy wykorzystaniu stawki średniej nieobciążonej ryzykiem (3-miesięczny LIBOR) w odpowiedniej walucie w ciągu rolowanych okresów 5-letnich. W tych przypadkach, kiedy indeksy były poniżej stopy nieobciążonej ryzykiem, wskaźnik Sharpe'a będzie ujemny. Ponieważ wskaźnik Sharpe'a jest miernikiem absolutnym zwrotu zrewidowanego o ryzyko, wskaźniki ujemne są pokazane jako N/A. Wskaźniki Man są właściwe na chwilę powstawania tego tekstu i mogą się zmienić w ciągu miesiąca w miarę zmian założeń i w miarę pojawiania się dodatkowych raportów na temat zwrotów. Wskaźniki Mana są pochodną zarządzania produktem i wynagrodzenia za wyniki.