



Fundusze hedgingowe w sierpniu

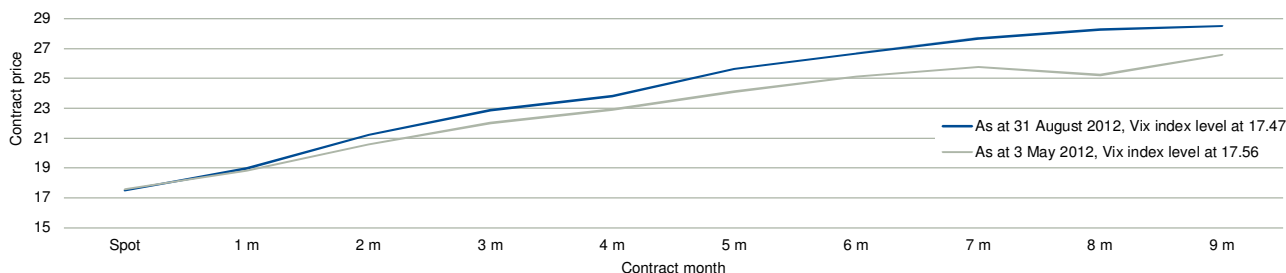
Podsumowanie rynków

- Globalne rynki akcji zakończyły miesiąc na plusie; indeks MSCI World wzrósł o 1.5%. Najlepiej zachowywały się akcje spółek hiszpańskich i włoskich: indeksy IBEX 35 oraz FTSE MIB wzrosły odpowiednio o 10.1% i 8.7%. Rynki wschodzące pozostały daleko w tyle – dotyczy to zwłaszcza indeksów azjatyckich: indeks MSCI Azja (z wyłączeniem Japonii) stracił 0.7%. Jeśli chodzi o sektory, to dobrze radziły sobie sektory o wysokim beta (na przykład indeks MSCI World Consumer Discretionary wzrósł o 3.2%), natomiast sektory defensywne wyglądały dużo gorzej (na przykład indeks MSCI World Utilities stracił 1.0%).
- Choć mogło się wydawać, że rynki obligacji rządowych pozostały w sierpniu na niezmiennych poziomach (indeks JPM GGB wzrósł o 0.1%), to jednak w ciągu miesiąca widać było dużą zmienność. Wahania rentowności dziesięciolatek, zarówno w Stanach Zjednoczonych, jak i w Niemczech, przekraczały 30 punktów bazowych (0,3%). Mielśmy natomiast do czynienia z wyprzedają obligacji o dłuższej zapadalności, co spowodowało wystromienie krzywej rentowności. W Wielkiej Brytanii, w związku z ogłoszonym w lipcu wykupem przez Bank Anglii aktywów o wartości 50 miliardów funtów, spadły rentowności obligacji na wszystkich terminach zapadalnościach.
- W sierpniu mieliśmy do czynienia z boorem na rynkach surowcowych (zagregowanych), a indeks GS Commodity zyskał 6.2%. W ciągu miesiąca doszło do załamania trendów na rynkach surowców rolnych na skutek wydarzeń pogodowych – na przykład do wyprzedży na rynku zbożowym (spadek o 0.5%) oraz na rynku pszenicy (spadek o 2.1%); na rynkach energii natomiast widać było kontynuację wcześniejszych trendów – rynek ropy Brent wzrósł o kolejne 9.2%, natomiast amerykański rynek gazu ziemnego spadł o dalsze 12.8%.
- Rynki długu rosły w sierpniu, a obligacje o niższej jakości zachowywały się dużo lepiej od tych „lepszych”. Indeks ML HY Master II wzrósł o 1.2%, natomiast spready zawężyły się o 18 punktów bazowych. Nowe emisje papierów o wysokiej rentowności wyniosły w tym miesiącu 36 miliardów dolarów.
- Wraz z wyprzedzą dolara na rynku walutowym dużą rolę odgrywało pozytywne nastawienie inwestorów do ryzykownych aktywów; indeks DXY spadł w sierpniu o 1.7%. Natomiast euro umocniło się i zakończyło miesiąc na poziomie 1.26 w stosunku do dolara. Waluty rynków wschodzących poruszały się w wąskim trendzie – waluty krajów Ameryki Łacińskiej zakończyły miesiąc na poziomach wyższych niż waluty azjatyckie (indeksy LDX i ADXY wzrosły odpowiednio o 0.7% i 0.1%).

Jak to wpłynęło na fundusze hedgingowe?

- Fundusze hedgingowe w sierpniu zarobiły – HFRX Global Index wzrósł o 0.3% (stan na 31 sierpnia). Jeśli chodzi o strategię, to nastawienie do ryzyka niewiele się zmieniło, a większość zarządzających, aby chronić swoje portfele przed niekorzystnymi zmianami cen, w dalszym ciągu unikała gwałtownych kroków. Co ciekawe, wydaje się, że uwaga funduszy nawet teraz skupia się na utrzymaniu kapitałów, mimo tego, że sierpień 2012 był miesiącem stosunkowo łaskawym dla ryzykownych aktywów, przynajmniej w porównaniu z sierpniem ubiegłego roku.
- Jak można było oczekiwać, w sierpniu zarobili zarządzający funduszami akcji typu Long-Short (pozycje długie i krótkie) o nastawieniu „long” (zajmowanie pozycji długich). Jednak szala przechyliła się nieco bardziej w stronę Stanów Zjednoczonych i Europy, gdzie zyski były wyższe niż w Japonii. Gorzej radzili sobie ci zarządzający, którzy zdecydowanie skłaniali się w stronę podejścia „short” (pozycje krótkiej sprzedaży) lub ci, którzy mieli ekspozycję na Azję (zwłaszcza na Chiny i Japonię).
- Wstępne dane sugerują, że typowy zarządzający funduszami długu zakończył miesiąc na plusie. Największe zwroty odnoszą ci zarządzający, którzy trzymają w swoich portfelach aktywa o wysokim beta. Zarządzający funduszami długu typu Long-Short również powinni zyskać na krótkich pozycjach na spółkach japońskich.
- Jeśli chodzi o poszczególne strategię funduszy hedgingowych, to najgorzej w minionym miesiącu radzili sobie zarządzający strategiami podążającymi za trendem. Straty wnikały przede wszystkim z długich pozycji w obligacjach, które – pomimo niewielkiej redukcji – jednak zostało zachowane oraz z handlu na rynku walutowym, zwłaszcza z krótkich pozycji na euro. Zarządzający strategiami na rynkach globalnych, w porównaniu z zarządzającymi strategiami rynków wschodzących i rynków surowcowych, również poradzili sobie całkiem dobrze i skończyli miesiąc na lekkim plusie.
- Jeśli chodzi o arbitraż, to tutaj efekty były mieszane. Szacunkowe dane na koniec miesiąca pokazują, że zarządzający strategią arbitrażu statystycznego byli pod koniec miesiąca na lekkich minusach, natomiast inni arbitrażyści raczej zarobili, częściowo dzięki lepszym nastrojom na rynkach.

Tabela 1: Krzywa futures Vix: porównanie sierpnia i maja 2012



Źródło: Bloomberg, maj - sierpień 2012

Prognozy rynkowe

W sierpniu, kiedy ryzykowne aktywa delikatnie podążały w górę, rynki zajęły stanowisko „poczekamy, zobaczymy”. Ponieważ miniony miesiąc nie obfitował w istotne wydarzenia, sądzimy, że bez odpowiedzi wciąż pozostaje kilka ważnych pytań.

Indeks S&P 500 zakończył miesiąc na poziomie 1406.6: ostatni raz indeks ten był na podobnym poziomie 1 maja. Patrząc na wycenę w tym okresie innych ryzykownych aktywów możemy zauważyć, że surowce także są na mniej więcej takim samym poziomie co w maju (indeks GS Commodity zakończył sierpień na poziomie 675, w porównaniu z 678 2 maja), zaś amerykański dług o wysokiej rentowności w dalszym ciągu piął się w górę (indeks ML HY Master II zakończył sierpień na poziomie 910, w porównaniu z 877 1 maja).

Chociaż ceny ryzykownych aktywów są teraz mniej więcej takie same, co w maju, a nawet wyższe, to fundamenty rynkowe są dużo gorsze. Dane makro z trzech głównych gospodarek były dużo słabsze – wszystkie odczyty PMI w Stanach Zjednoczonych, Europie i Chinach spadły poniżej poziomu 50 punktów, co wskazuje na kurczenie się gospodarek. Wzrost miejsc pracy, szczególnie w Stanach Zjednoczonych i Europie, wciąż nie jest zadowalający, a dane o PKB za drugi kwartał były na ogół gorsze od oczekiwań (wyjątkiem był PKB w Stanach Zjednoczonych).

Wydaje się, że rynki, zamiast zdyskontować gorsze dane fundamentalne, już teraz wyceniają rozwiązanie bieżących problemów – prawdopodobnie w formie spodziewanych bodźców monetarnych. Trudno jednak twierdzić, że usprawiedliwia to obecne poziomy cenowe, ponieważ skuteczność działań politycznych wydaje się być coraz mniejsza. Uzasadnienie takiego poglądu można znaleźć w ostatnim raporcie Banku Rozliczeń Międzynarodowych (Bank for International Settlements), który sugeruje, że polityka łagodzenia ilościowego skutkuje wyłącznie „przejściowym wzrostem aktywności ekonomicznej i cen konsumenckich.”

Podejrzewamy, że rozwiązanie bieżących problemów może nastąpić dopiero pod koniec roku – prawdopodobnie po wyborach w Stanach Zjednoczonych w listopadzie. Do tej pory rynki będą pod presją: sierpniowe wzrosty to typowy letni niedobór podaży. Biorąc pod uwagę wyjątkowo niskie obroty, takie ruchy w górę są zupełnie naturalne.

Powyższą tezę wspierają także zakładane poziomy zmienności (indeks Vix osiągnął w sierpniu pięcioletnie minimum) - wystromienie indeksu Vix w okresie pomiędzy majem i sierpniem zostało przedstawione na wykresie 1.

Podejrzewamy, że w grę wchodzi dwa czynniki. Pierwszym jest agresywne poszukiwanie rentowności. Biorąc pod uwagę, że realne rentowności papierów trzech najważniejszych gospodarek (G3) są na minusie, inwestorzy zaczynają się interesować aktywami gorszymi jakościowo; w porównaniu z długoterminową średnią na poziomie 678 punktów bazowych, spread między rentownościami obligacji o ratingu CCC i B spadł do 433 punktów bazowych (stan na 30 sierpnia). Po drugie, nierozwiązana pozostaje cała seria problemów fundamentalnych: 1) utrzymywanie się bezpiecznych, niskich stóp procentowych jeszcze przez dłuższy czas, co powoduje brak aktywności ryzykownych aktywów (istnieją oznaki, że do roku 2015 Fed porzuci politykę zerowych stóp procentowych); 2) jak widać na przykładzie rynków rozwiniętych, wzrost rynków wschodzących jest potencjalnie uzależniony od „obietnicy monetarnej”, np. wzrostu przekonania, że Chiny uporządkują swoje sprawy poprzez kolejne działania w ramach polityki monetarnej; oraz 3) ograniczone możliwości banków centralnych rynków wschodzących do stymulowania gospodarek w momencie pojawienia się problemu z inflacją (pogarszający się w wyniku wzrostu cen surowców rolnych i ropy naftowej).

Biorąc pod uwagę prognozy dla tradycyjnych aktywów, trudno powiedzieć, w jaki sposób inwestowanie pasywne mogłoby wygenerować stabilne zyski – oznacza to, że w zarządzaniu portfelami inwestycyjnymi kluczową rolę odgrywać będzie zarządzanie aktywne.

Prognozy dla funduszy hedgingowych

Fundusze hedgingowe zachowują ostrożność. Pomijając szanse, wynikające z atrakcyjnych wycen (na przykład utrzymujące się na rynkach kapitałowych niskie wskaźniki Sharpe'a) oraz niechęć do gwałtownych zmian kierunku, znaczna część zarządzających funduszami hedgingowymi zajęła stanowisko „poczekamy, zobaczymy.” W czasie, kiedy dynamika rynku jest niekorzystna dla nieskomplikowanych strategii hedgingowych, zarządzający muszą się natrudzić, aby wygenerować zyski z obszarów niszowych.

Jednym z takich obszarów jest dostarczanie płynności papierom opartym o rynek hipoteczny. W ciągu ostatnich trzech lat ceny tych aktywów były w wysokim stopniu techniczne, a wpływ na nie miała, po pierwsze, agresywna sprzedaż aktywów o wysokiej stopie ryzyka przez banki inwestycyjne, które stały się przedmiotem zaostrzonych regulacji, a następnie mozolny powrót do godziwych wartości – co generowało solidne zyski dla zarządzających funduszami hedgingowymi. Teraz uważnie obserwujemy rynek papierów zabezpieczonych hipotekami dla ludności (RMBS – Residential Mortgage-Backed Securities), zwłaszcza biorąc pod uwagę, że trzecia runda łagodzenia ilościowego przed Fed obejmować będzie skup właśnie aktywów zabezpieczonych hipotekami. Niezależnie jednak od działań Fedu, wciąż jeszcze są do zagospodarowania atrakcyjne zwroty na tych właśnie aktywach o dłuższej zapadalności. Wielu zarządzających wierzy, że inwestycja w te aktywa w pełni się zwróci w chwili ich zapadalności, ale ponieważ rynek wtórny jest mało płynny, to inwestorom zazwyczaj płaci się za to, że są skłonni acumować swoje środki na określony czas – jest to premia za realną płynność.

Czym innym są rynki wschodzące – na największych z nich istnieje wystarczająca ilość czynników, które pozwalają zarządzającym funduszami hedgingowymi znajdować sposoby na pomnażanie zysków. Generalnie pozytywny obraz gospodarki Brazylii mać nieco uzależnienie od sytuacji na rynkach surowcowych, szczególnie na rynku energii i surowców rolnych. Oznacza to, że ruchy cenowe dyktowane są przez bardziej tradycyjne czynniki, w mniejszym zaś stopniu przez działania monetarne Stanów Zjednoczonych czy Europy – a to sprzyja generowaniu zysków przez fundusze hedgingowe. W Chinach rynki akcji spadły niemal do swoich najniższych poziomów z roku 2008, stąd przekonanie niektórych inwestorów, że mają one ogromny potencjał wzrostowy.

Jednym z największych wyzwań, przed jakimi stoją strategie hedgingowe w przyszłym roku, jest możliwość wyższej zmienności na rynkach obligacji rządowych. Oczywiście, rynki rozwinięte mogą ruszyć w stronę charakterystycznej dla Japonii dekady niskich i płaskich

krzywych rentowności, ale jest równie prawdopodobne, że bodźce monetarne lub pojawienie się rzeczywistego wzrostu gospodarczego doprowadzi do zmiany przyszłej ścieżki wyższych rentowności. Dla funduszy hedgingowych oznacza to dwa problemy. Po pierwsze, zarządzający strategiami trendów ekonomicznych na rynkach globalnych (zarówno uznaniowymi, jak i technicznymi) cieszą się hossą na rynkach obligacji rządowych (przy nastawieniu typu „long”, czyli zajmowaniu pozycji długich). Chociaż zarządzający mogą wyjść z obligacji rządowych – oznacza to handel przy ujemnych rentownościach – to przy nastawieniu „short” (pozycje krótkiej sprzedaży) muszą być bardziej pewni deprecjacji obligacji, niż w przypadku pewności co do aprecjacji tych papierów przy podejściu „long.” Po drugie, może mieć to wpływ na zarządzających strategiami długu typu Long-Short (pozycje długie i krótkie), którzy specjalizują się w wyszukiwaniu obligacji korporacyjnych w zależności od oczekiwanych ruchów na spreadach kredytowych. W środowisku rosnących rentowności obligacji rządowych, zarządzający mogliby zyskać na opcjach kupna długu (np. gdy spread zawęży się), a mimo to ponieść straty z uwagi na wzrost rentowności papierów o niskiej stopie ryzyka.

Podsumowanie strategii w sierpniu 2012

Rodzaj strategii	Stopa zwrotu za sierpień* Szacunek	Komentarz
Trendy makroekonomiczne na rynkach globalnych	+/-	Zarządzający strategiami podążającymi za trendem w sierpniu stracili. Największym przegranym było pozycjonowanie „długich” obligacji; chociaż w ciągu miesiąca większość zarządzających zredukowała swoją ekspozycję, obligacje te wciąż stanowią istotną pozycję w wielu ksiązkach. Handel na rynku walutowym również był źródłem wielu strat, chociaż były one częściowo zniwelowane dzięki zyskom na rynku energii i akcji. W sumie, w ciągu miesiąca nastąpił wzrost średniego wskaźnika marża-do-kapitału. Specjaliści od rynków globalnych wygenerowali całą gamę zysków; pesymiści pamiętali o krótkoterminowych stratach i w ciągu miesiąca odpowiednio dostosowali swoje pozycje. Specjaliści od rynków wschodzących na początku miesiąca ponieśli straty na handlu instrumentami opartymi na stopie procentowej w Ameryce Łacińskiej, ale zniwelowali je pod koniec sierpnia. Handlujący na rynkach surowcowych, o podejściu „long” (pozycje długiej sprzedaży) wobec surowców energetycznych (takich jak ropa naftowa) z reguły radzili sobie nieźle, szczególnie, jeśli chodzi o akcje spółek rafineryjnych.
Rynki akcji Long-Short	+	Tutaj zarządzający wygenerowali w sierpniu zyski. Chociaż nastąpił lekki wzrost ekspozycji netto, w większości utrzymali oni swoje pozycje, mimo kurczenia się wolumenów. Typowy zarządzający w ciągu miesiąca zneutralizowali co bardziej skrajne podejścia – uzasadnione jest, aby utrzymali oni swoje zaangażowanie na niskich poziomach dopóty dopóki nie wyjaśnią się niektóre ryzyka, związane z europejską polityką monetarną we wrześniu. Najlepiej radzili sobie ci z niskim zaangażowaniem w wydarzenia istotne dla akcji lub ci, którzy pozostali optymistami. Pesymiści radzili sobie gorzej, szczególnie ci z nich, którzy zdecydowali się sprzedawać aktywa spółek finansowych.
Rynki długu	+	Tutaj najwięcej zarobili zarządzający o podejściu „long” (pozycje długiej sprzedaży), którzy skorzystali na hossie, jaka zapanowała na rynkach długu. Zarządzającym Long-Short (pozycje długie i krótkie) udało się wygenerować zyski także i przy podejściu short (pozycje krótkiej sprzedaży). Jak zauważyliśmy wcześniej, cennym źródłem zysków była sprzedaż długu japońskich spółek. Niektórzy stracili na uprzywilejowanych obligacjach Fannie Mae i Freddie Mac, po tym, jak Departament Skarbu ogłosił 14 sierpnia, że przyspieszy likwidację obu podmiotów.
Arbitraż	+/-	Z dostępnych danych widzimy, że arbitrażyści eventowi odnotowali w sierpniu jedne z najwyższych zysków. Jednym z czynników było przejęcie firmy Dollar Thrifty przez grupę Herz. Zarządzający strategiami zamiennymi również zakończyli miesiąc na plusie, korzystając z pozytywnego nastawienia do ryzyka. Wydaje się natomiast, że sierpień okaże się nieco gorszym miesiącem dla arbitrażystów statystycznych, ponieważ nastąpiła nagła zmiana czynników, które tak dobrze sprawdziły się w lipcu (na przykład w sierpniu spółki defensywne zachowywały się gorzej niż rynek). Mimo to strategie Alpha Capture zakończyły miesiąc z zyskiem.

*Uwaga: szacowana stopa zwrotu odzwierciedla naszą opinię prawdopodobnych zwrotów z każdej strategii na szerokim rynku, w oparciu o szereg źródeł, w tym częściowe miesięczne szacunki, pochodzące od zarządzających, indeksy oraz rozmowy z zarządzającymi. Dwa plusy (++) to zdecydowanie pozytywne szacunki zwrotów, zaś dwa minusy (--) to szacunki wysoce negatywne w chwili publikacji raportu. Opinie dotyczą sytuacji na koniec miesiąca, a zwroty rzeczywiste mogą okazać się nieco inne. Wyniki historyczne nie muszą być prognostykiem wyników w przyszłości, a nasze opinie nie powinny być wykorzystywane jako podstawa do jakichkolwiek decyzji inwestycyjnych.