

## ALTERNATYWY

# Prognozy dla strategii opartych na funduszach hedgingowych na trzeci kwartał: K2 Advisors

July 26, 2018

W prognozach na trzeci kwartał 2018 r. członkowie zespołów K2 Advisors ds. badań i budowy portfeli inwestycyjnych przedstawiają swój punkt widzenia na rosnące stopy procentowe w Stanach Zjednoczonych oraz inne czynniki makroekonomiczne, które mogą wiązać się zarówno z wyzwaniami, jak i z możliwościami. Autorzy uważają, że ta wiedza pomoże inwestorom lepiej zrozumieć korzyści płynące z posiadania tytułów uczestnictwa funduszy inwestujących w strategię hedgingowe.

**Brooks Ritchey**

**Starszy dyrektor zarządzający**  
**Dyrektor ds. budowy portfeli**  
**K2 Advisors**

**Charmaine Chin**

**Dyrektor zarządzająca**  
**K2 Advisors**

**Lilly Knight, CFA**

**Dyrektor zarządzająca, starsza analityk**  
**K2 Advisors**

**Wciąż potrzebujemy większej łodzi...**

Jednym z najbardziej popularnych tekstów z cyklu „*Perspektywy K2*” był ten z czerwca 2014 r., w którym nawiązaliśmy do pamiętnej kwestii Roya Scheidera z kinowego hitu z 1975 r. pt. „*Szczęki*”. Pomyśleliśmy, że to dobry moment, by wrócić do tematu, szczególnie w świetle obecnej sytuacji na rynkach.

Słynna kwestia ze „*Szczęk*” (będąca zresztą błyskotliwą improwizacją aktora) przywołuje nam na myśl aktualną sytuację. Podczas gdy na rynkach aktywów o wyższym ryzyku trwa hossa, inwestorzy, podobnie jak osaczeni mieszkańcy fikcyjnej wyspy Amity, zachowują ostrożność i mogą rzeczywiście rozglądać się za większą lub przynajmniej lepszą łodzią. Możliwe, że szukają jednostki o solidniejszej konstrukcji, odpornej na potencjalne makroekonomiczne zagrożenia krążące pod powierzchnią złudnie spokojnej wody — my z pewnością byśmy szukali.

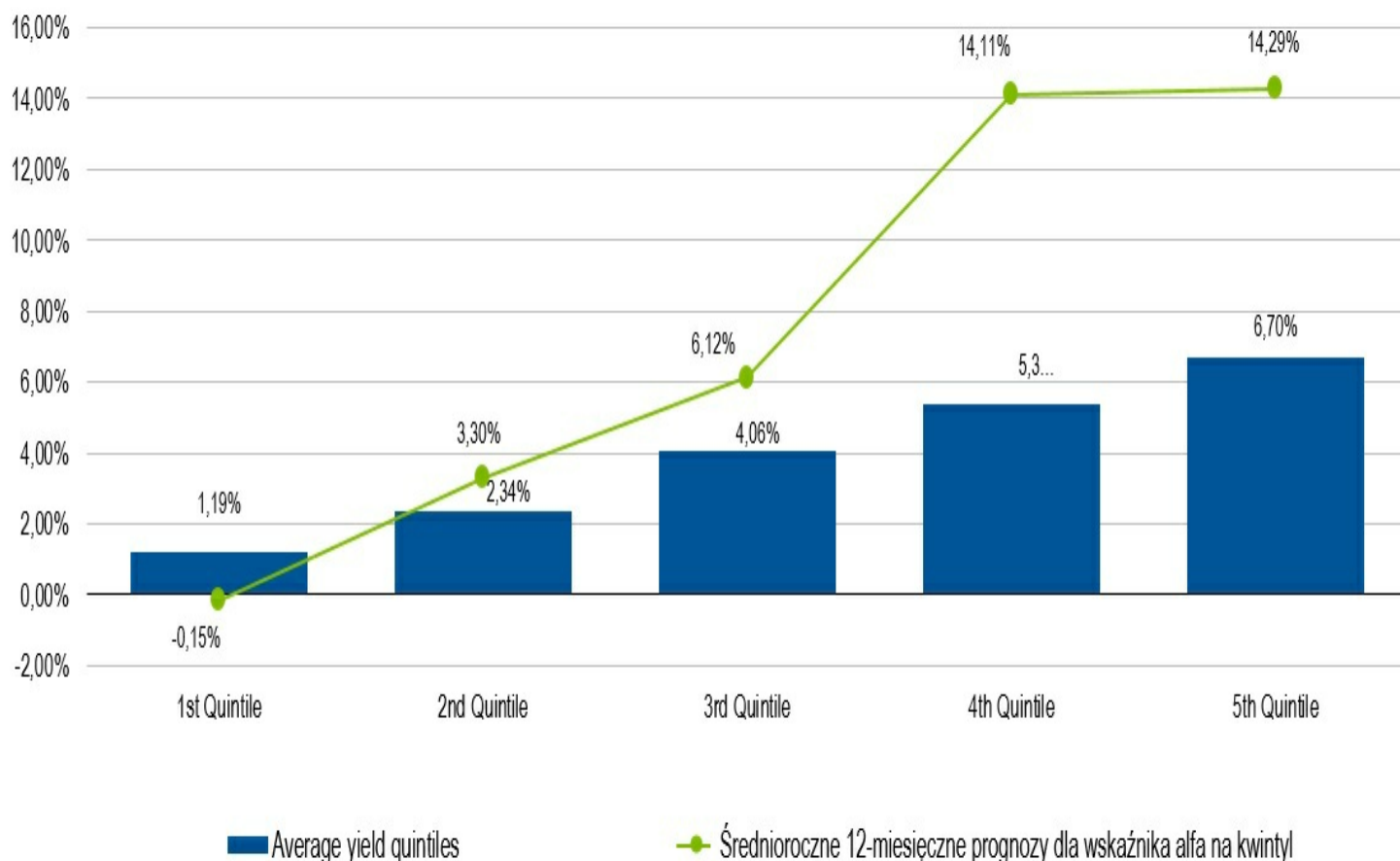
Choć sytuacja pozornie wydaje się być względnie spokojna, problemy makroekonomiczne, takie jak geopolityczne punkty zapalne, narastająca niepewność polityczna w Europie, wojny handlowe czy rozbieżność polityki najważniejszych banków centralnych, stanowią istotne ryzyko dla stabilności rynków. Co więcej, jednym z najbardziej lekceważonych problemów jest obecnie zagrożenie związane z konsekwentnym wzrostem stóp procentowych w Stanach Zjednoczonych (tu pierwsze dźwięki muzyki Johna Williamsa). Trwały i potencjalnie drastyczny wzrost stóp procentowych może być metaforycznym żarłaczem białym, czyli czynnikiem makroekonomicznego ryzyka dla niewłaściwie pozycjonowanych portfeli.

Jeżeli rosnące stopy procentowe ostatecznie nadszarpną wzrost gospodarczy, niektórzy inwestorzy mogą zacząć odczuwać presję spadkową na rynku. Na szczęście historia nie musi się skończyć w tym punkcie, a portfele nie są skazane na los okrętu USS Indianapolis. Uważamy, że lepsza łódź istnieje i jest zbudowana nie tylko ze wskaźnika beta generowanego przez akcje i obligacje, ale także ze wskaźnika alfa.<sup>[1]</sup> Ta łódź alfa może, według nas, radzić sobie całkiem nieźle w warunkach rosnących stóp, a może nawet zabrać pasażerów w długi rejs (by nieco pomieszać nasze filmowe metafory).

Uważamy, że nagły wzrost stóp procentowych oczywiście będzie miał pewne niekorzystne konsekwencje dla obligacji i nie powinien zbyt mocno zaszkodzić akcjom, natomiast prawdziwa siła będzie tkwić w strategiach generujących alfa takich jak fundusze hedgingowe. Statystyczna analiza historycznych zależności pomiędzy stopami procentowymi a współczynnikiem alfa potwierdza słuszność tej tezy. Poniższy wykres ilustruje historyczny związek pomiędzy poziomami wskaźnika alfa dla indeksu HFRI Fund Weighted Composite Index a poziomami rentowności 5-letnich papierów skarbowych ze Stanów Zjednoczonych.

# Współczynnik alfa generowany przez indeks HFRI Fund Weighted Composite Index przy różnych poziomach rentowności pięcioletnich papierów skarbowych ze Stanów Zjednoczonych

31 stycznia 1991 r. — 31 maja 2018 r.



Przedstawione informacje mają charakter wyłącznie ilustracyjny.

Źródła: Bloomberg, HFR i indeksy S&P Dow Jones. Od stycznia 1991 r. do maja 2018 r. Ważne uwagi i warunki dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). Współczynnik alfa obliczony w stosunku do indeksu S&P 500 Total Return Index. Współczynnik alfa to matematyczna wartość wskazująca nadwyżkę zwrotu z inwestycji w porównaniu z benchmarkiem; alfa odzwierciedla wartość dodaną przez zarządzającego w porównaniu ze strategią pasywną, niezależnie od wahań rynkowych. Krzywe reakcji na zmiany czynnika ilustrują średnie wyniki indeksu w omawianym okresie w miesiącach, w których wartość czynnika spadała do wskazanych kwintyli. Niebieskie słupki ilustrują średnie wyniki czynnika we wszystkich miesiącach, w których spadał on do wskazanego kwintyla. Zielone punkty reprezentują strategię hedgingu alfa (na podstawie prognoz na 12 kolejnych miesięcy) na tle S&P 500. **Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.** Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w żaden indeks nie jest możliwa. Indeksy nie uwzględniają żadnych opłat, kosztów ani obciążeń naliczanych przy sprzedaży. W odróżnieniu od wyników indeksów większości klas aktywów, stopy zwrotu z indeksu HFR Index uwzględniają opłaty i koszty. Źródło danych dotyczących HFR: Hedge Fund Research, Inc. - [www.hedgefundresearch.com](http://www.hedgefundresearch.com). Indeksy HFR objęte są licencją Hedge Fund Research, Inc., która nie ponosi żadnej odpowiedzialności za treść niniejszego raportu.

Jak widać, gdy stopy procentowe były najniższe (co pokazuje pierwszy po lewej stronie słupek odnoszący się do pierwszego kwintyla), średni poziom wskaźnika alfa także był najniższy. Gdy jednak odejdziemy od niższej rentowności w kierunków wyższych średnich poziomów z pięciu kwintyli, okazuje się, że średni wskaźnik alfa także rośnie.

Wprawdzie mamy świadomość, że wyniki historyczne nie gwarantują wyników przyszłych, ale wyższe nominalne dochody z amerykańskich obligacji rządowych (takich jak pięcioletnie papiery skarbowe) zwykle zbiegały się w czasie z wyższym średniorocznym wskaźnikiem alfa funduszy hedgingowych. Z naszego doświadczenia wynika, że zdecydowana większość funduszy hedgingowych wykazuje defensywne podejście do ryzyka stóp procentowych, a niektórzy zarządzający strategiami makroekonomicznymi dostrzegają w tym obszarze możliwości spekulacyjne.

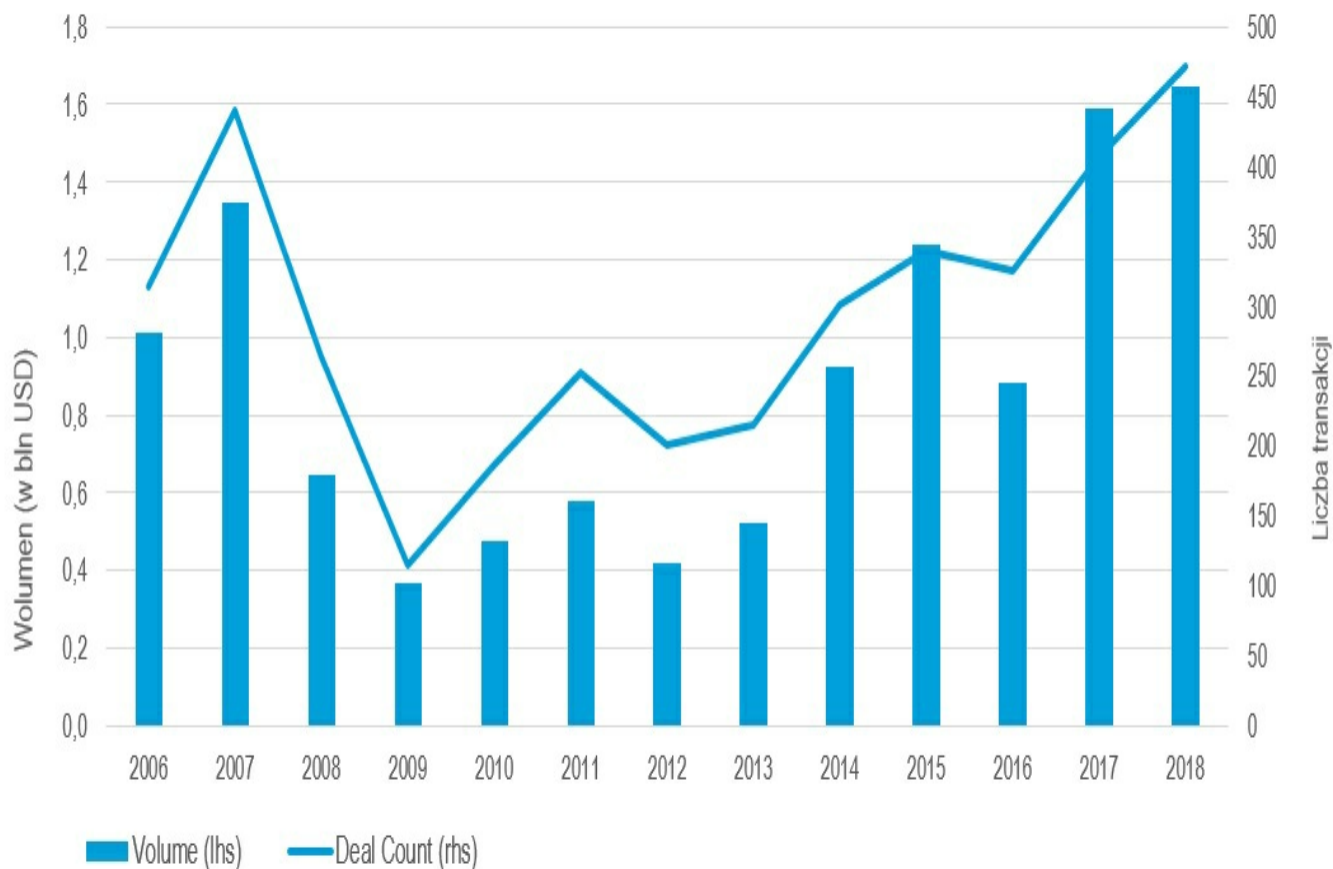
Podwyżki stóp procentowych mogą być źródłem pewnych problemów dla portfeli indywidualnych i instytucjonalnych, w szczególności opartych na instrumentach o stałym dochodzie, ponieważ ich konsekwencją mogą być słabsze zwroty lub wręcz znaczące straty — w zależności od ryzyka czasu trwania oraz skali i tempa wzrostu stóp.

Sądzimy, że łódź alfa to najlepsza dostępna możliwość zabezpieczenia się na wypadek ewentualnego ataku.

### **Strategie powiązane ze zmianami w spółkach**

Działalność spółek w 2018 r. jest dynamiczna i sądzimy, że nie zmieni się to także w najbliższej przyszłości w związku z dobrymi nastrojami wśród prezesów spółek, cięciami podatków i sprowadzaniem do kraju środków pieniężnych wygenerowanych na rynkach zagranicznych. Spready w obszarze arbitrażu fuzji wciąż są atrakcyjne na tle rentowności papierów skarbowych, choć dalsze zmiany w strukturze własnościowej, restrukturyzacje i aktywizacja akcjonariuszy mogą być w większym stopniu uzależnione od rynku akcji.

# Dynamika fuzji i przejęć na świecie (styczeń – kwiecień)



Źródło: Bloomberg, dane na dzień 1 maja 2018 r. Transakcje fuzji i przejęć na świecie o wartości przewyższającej 500 mln USD w okresie od stycznia do kwietnia. Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.

## Strategie makroekonomiczne zarządzane w sposób uznaniowy

Temat związany z rozbieżnymi kierunkami polityki banków centralnych na najważniejszych rynkach rozwiniętych i rozwijających się pozostaje wciąż aktualny, a w połączeniu z napiętym kalendarzem politycznym może być przyczyną potencjalnie znaczącej zmienności rynkowej, w szczególności na rynkach instrumentów opartych na stopach procentowych i walut (czyli w obszarach, w których zwykle aktywnie działają zarządzający strategiami makroekonomicznymi).

Nasze prognozy dla rynków wschodzących są dość ostrożne, ponieważ uważamy, że te rynki są szczególnie podatne na wpływ przepływów kapitału zagranicznego (często reagujących na bieżące wyniki rynkowe). Osłabienie prawdopodobnie zaowocuje atrakcyjnymi okazjami do zakupów, ale to jeszcze nie jest moment, w którym możemy obwieścić dotarcie do poziomu odbicia w cyklu rynkowym na rynkach wschodzących.

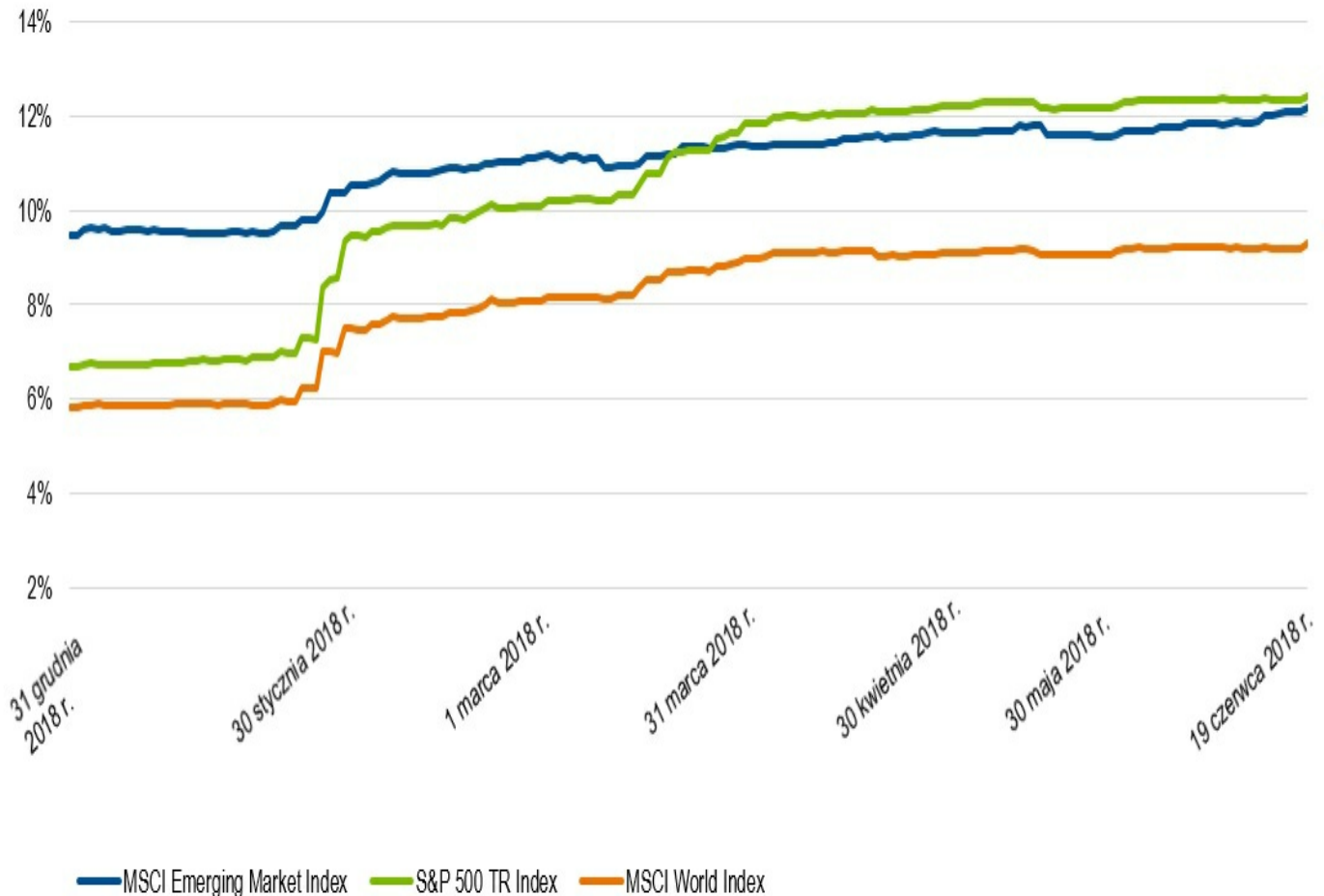
Sporą część ekspozycji na rynki wschodzące mamy jednak poprzez bardzo defensywnych lub aktywnych zarządzających. Obydwa te podejścia do inwestowania będą, według nas, korzystają na obecnych warunkach w porównaniu z alternatywną strategią opartą przede wszystkim na długich pozycjach.

### **Strategie akcyjne typu „long/short”**

Nasze prognozy dla zarządzających inwestycjami akcyjnymi typu „long/short” wciąż są optymistyczne; dotyczy to przede wszystkim zarządzających o globalnym nastawieniu. Choć akcje spółek ze Stanów Zjednoczonych nadal korzystają na sprzyjających warunkach gospodarczych, zarządzający strategiami akcyjnymi typu „long/short” także zyskują na wzroście zmienności i rozproszeniu na rynkach akcji, w świetle nieprzewidywalnej sytuacji makroekonomicznej, wciąż powracającego tematu wojen handlowych oraz zbliżających się wyborów środka kadencji. Zarządzający powinni nadal generować alfa, wykorzystując zarówno długie, jak i krótkie pozycje.

# Zmienność w okresach kolejnych 12 miesięcy

31 grudnia 2017 r. — 26 czerwca 2018 r.



Źródło: Morningstar Direct, MSCI i S&P. Ważne uwagi i warunki dotyczące podmiotów dostarczających dane można znaleźć na stronie [www.franklintempletondatasources.com](http://www.franklintempletondatasources.com). MSCI nie udziela żadnych gwarancji ani nie ponosi żadnej odpowiedzialności w związku z przedstawionymi danymi MSCI. Dalsze rozpowszechnianie lub wykorzystywanie jest zabronione. Niniejszy raport nie został zatwierdzony ani opracowany przez MSCI. Indeksy nie są zarządzane, a bezpośrednia inwestycja w indeks nie jest możliwa.

**Wyniki historyczne nie wskazują ani nie gwarantują wyników przyszłych.**

Komentarze ekspertów z Franklin Templeton Investments możesz otrzymywać bezpośrednio do swojej skrzynki e-mail. Subskrybuj nasz blog: [„Beyond Bulls & Bears”](#).

Aby mieć szybki dostęp do krótkich bieżących informacji inwestycyjnych, znajdź nas na Twitterze ([@FTI\\_Global](#)) i portalu [LinkedIn](#).

*Przedstawione komentarze, opinie i analizy wyrażają wyłącznie osobiste poglądy zarządzających, są przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie stanowią indywidualnych porad inwestycyjnych ani zachęty do kupna, sprzedaży ani utrzymywania jakichkolwiek papierów wartościowych czy stosowania jakiegokolwiek strategii inwestycyjnej. Informacje zawarte w niniejszym materiale nie mają charakteru porad prawnych ani podatkowych. Informacje zawarte w niniejszym materiale są aktualne wyłącznie na dzień publikacji, mogą ulec zmianie bez uprzedniego powiadomienia i nie stanowią kompletnej analizy wszystkich istotnych faktów dotyczących jakiegokolwiek kraju, regionu, rynku czy inwestycji.*

*Dane pochodzące z zewnętrznych źródeł mogły zostać wykorzystane na potrzeby opracowania niniejszego materiału. Takie dane nie zostały odrębnie zweryfikowane, potwierdzone ani poddane kontroli przez Franklin Templeton Investments („FTI”). FTI nie ponosi żadnej odpowiedzialności za jakiegokolwiek straty wynikające z wykorzystania jakichkolwiek informacji zawartych w niniejszym materiale; inwestor może opierać swoje decyzje na przedstawionych tutaj opiniach lub wynikach analiz wyłącznie na własne ryzyko. Produkty, usługi i informacje mogą nie być dostępne pod niektórymi jurysdykcjami i są oferowane przez podmioty powiązane z FTI i/lub przez dystrybutorów, w zależności od lokalnie obowiązujących przepisów. Aby się dowiedzieć, czy dane produkty i usługi są dostępne pod określoną jurysdykcją, należy skonsultować się z profesjonalnym doradcą finansowym.*

*CFA® i Chartered Financial Analyst® to zastrzeżone znaki handlowe stanowiące własność CFA Institute.*

## **Jakie jest ryzyko?**

**Wszelkie inwestycje wiążą się z ryzykiem, włącznie z ryzykiem utraty zainwestowanego kapitału. Wartość inwestycji może rosnać lub spadać i istnieje ryzyko utraty części zainwestowanych środków.** Z inwestycjami w tego rodzaju strategii oparte na funduszach hedgingowych wiążą się ryzyka rynkowe typowe dla podmiotów inwestujących we wszystkie typy instrumentów, włącznie z ryzykiem zmienności rynkowej. Nie ma żadnej gwarancji, że strategii inwestycyjne stosowane przez zarządzających funduszami hedgingowymi i płynnymi inwestycjami alternatywnymi okażą się skuteczne. Każda transakcja może wygenerować stratę, jeżeli oczekiwania zarządzającego się nie zrealizują. Prognozy dotyczące strategii hedgingowych są formułowane w odniesieniu do innych strategii hedgingowych i nie odzwierciedlają opinii dotyczących spodziewanych wyników bezwzględnych czy spodziewanego ryzyka związanego z jakąkolwiek strategią czy elementem strategii. Szacunki dotyczące nastrojów rynkowych są formułowane przez zespół K2 ds. analiz na podstawie szeregu różnych czynników istotnych z punktu widzenia analityków zajmujących się daną strategią lub elementem strategii i mogą ulegać zmianie zgodnie z uznaniem analityków.

Niniejszy materiał prezentuje wnioski z analiz i opinie członków zespołu K2 Advisors, które mogą różnić się od opinii innych zarządzających portfelami inwestycyjnymi, zespołów inwestycyjnych czy platform inwestycyjnych wchodzących w skład Franklin Templeton Investments.

[1] Wskaźnik alfa to miara różnicy pomiędzy rzeczywistą a oczekiwaną stopą zwrotu funduszu przy poziomie ryzyka rynkowego mierzonego wskaźnikiem beta. Dodatni wskaźnik alfa oznacza, że fundusz wypracował lepszy wynik, niż można było się spodziewać na podstawie wskaźnika beta. Z kolei ujemny wskaźnik alfa oznacza, że wynik funduszu nie dorównał oczekiwaniom formułowanym na podstawie wskaźnika beta. Niektórzy inwestorzy postrzegają wskaźnik alfa jako miarę wartości dodanej lub odjętej przez zarządzającego portfelem funduszu.