

Hubert Pawlak
Jacek Grzywacz

INWESTYCJE NA RYNKACH WSCHODZĄCYCH POPRAZ FUNDUSZE HEDGE DŁUGICH I KRÓTKICH POZYCJI NA RYNKU AKCJI NA PRZYKŁADZIE 2012 ROKU

Wstęp

Fundusze hedge od wielu lat są jednymi z kluczowych graczy na światowych rynkach finansowych, aczkolwiek ich historia była zawsze najbardziej związana z rynkami krajów rozwiniętych, w szczególności USA, Wielkiej Brytanii i w mniejszym stopniu Zachodniej Europy kontynentalnej. Jednakże od kilku lat zaczęły powstawać fundusze hedge zorientowane na inwestycje na giełdach rynków wschodzących. Ich powstanie dało inwestorom możliwości inwestycji na tych rynkach jednocześnie zmniejszając ryzyko, które mierzone jest przez zmienność (odchylenie standardowe). Wiele czynników złożyło się na możliwość ich powstania m.in. wzrost obrotów na giełdach, powstanie możliwości pożyczania akcji dla pozycji krótkich (obstawianie spadku cen akcji), regulacje prawne itp.

1. Rozwój rynków finansowych w krajach rozwijających się

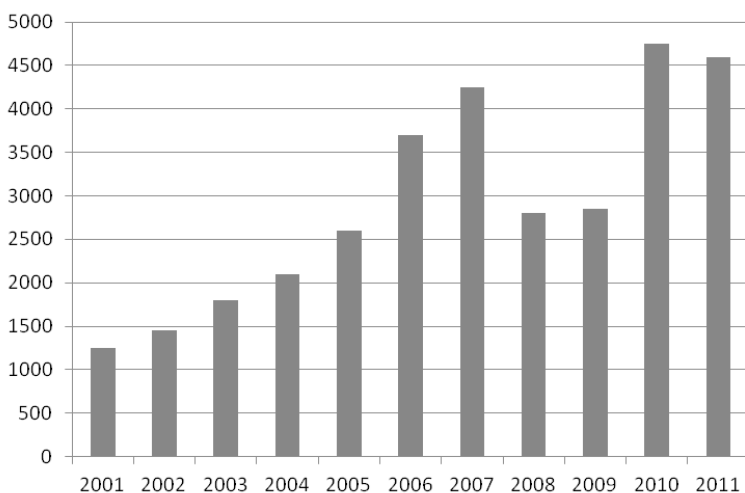
1.1. Wzrost liczby przedsiębiorstw

Aby lepiej zrozumieć, dlaczego nastąpił rozwój funduszy hedge na rynkach wschodzących należy przyrzeć się ewolucji rynków finansowych w krajach rozwijających się. Liczba przedsiębiorstw notowanych na giełdach w tych krajach wzrosła średnio o 45%¹ w przeciągu ostatnich dziesięciu lat. W styczniu 2001 roku liczba notowanych spółek na giełdach w Hong Kongu, Chinach, Brazylii, Meksyku, Rosji, Indiach,

¹ Obliczenia własne na podstawie danych z portalu Bloomberg bazujące o dane z Hong Kongu, Chinach, Brazylii, Meksyku, Rosji, Indiach, Korei, Tajwanie i Afryce Południowej.

Korei, Tajwanie i Afryce Południowej wynosiła w sumie 9760 spółek², zaś w listopadzie 2012 roku liczba ta wynosiła 14248. Jednocześnie znacznie wzrosły obroty na giełdach w krajach rozwijających się. (TABELKA Z ESG!!) W tym samym przedziale czasowym, w tych samych krajach obroty giełdowe wzrosły 8,2-krotnie, przy czym w samych Chinach wzrost był dziesięciokrotny. We wszystkich krajach zaliczanych do rynków wschodzących obroty wzrosły czterokrotnie od 2001 do 2011 roku (rysunek 1).

Rysunek 1. Obroty giełdowe na rynkach wschodzących w latach 2001-2011 (w bilionach USD)



Źródło: Emerging Markets Trade Association

1.2. Dominacja kapitału zagranicznego

Kolejną podstawową różnicą między właściwościami rynków finansowych w krajach rozwijających się dziś a przed laty była kwestia dominacji kapitału zagranicznego, który napływał z krajów rozwiniętych w celu zysków na trendzie a nie na fundamentalnych właściwościach przedsiębiorstw, jak dziś. Inwestorzy z krajów rozwiniętych (byli oni wówczas dominującymi i prawie jedynymi uczestnikami rynków finansowych) traktowali rynki wschodzące jako jedną całość, bez rozróżnienia na kraje, sektory, czy specyficzne przedsiębiorstwa. Inwestycje na rynkach wschodzących uważane były za najbardziej ryzykowne. Kapitał napływał, zatem poprzez fundusze akcyjne oparte na indeksach giełdowych. Fundusze te były zarządzane przez amerykańskie, brytyjskie bądź inne zachodnie firmy specjalizujące się w zarządzaniu kapitałem i oferujące przeważnie szeroki wachlarz funduszy. Inwestorzy instytucjonalni i indywidualni

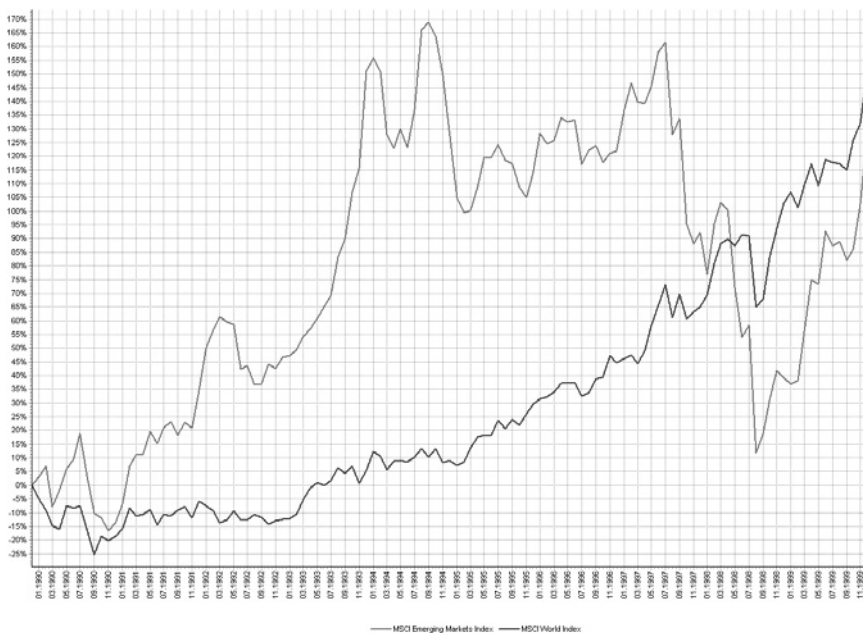
² Portal Bloomberg

alni korzystali z tych funduszy by inwestować w rynki wschodzące i przeważnie inwestycje te były krótkoterminowe, oportunistyczne, gdy apetyt na ryzyko inwestorów był wysoki. W konsekwencji, w momencie, gdy na rynkach pojawiały się oznaki paniki fundusze te stawały się pierwszym źródłem gotówki dla inwestorów, którzy szybko wycofywali kapitał.

1.3. Wysoka zmienność cen akcji

Analizując przedział czasowy od stycznia 1990 do grudnia 1999 indeks MSCI Emerging Markets Index zyskał 128%, w tym okresie annualizowana stopa zwrotu wyniosła 8.6% z roczną zmiennością 23.9%, czyli zdecydowanie większą zmiennością niż światowy indeks giełdowy MSCI World Index, którego zmienność wyniosła 14%³. Rysunek 2 przedstawia wyraźnie różnice między zmiennością obu indeksów. Jednocześnie widać, że stopa zwrotu z rynków wschodzących w porównaniu z ogólnoswiatowymi rynkami (do których rynki wschodzące również są zaliczane) była w tym czasie niższa, gdyż indeks MSCI World Index zyskał 150%⁴. MSCI Emerging Markets Index wyraźnie załamał się w latach 1997, 1998, podczas Kryzysu Azjatyckiego.

Rysunek 2. Skumulowana stopa zwrotu indeksów giełdowych MSCI Emerging Markets Index (indeks rynków wschodzących) oraz MSCI World Index (indeks światowy) w latach 1990-1999.



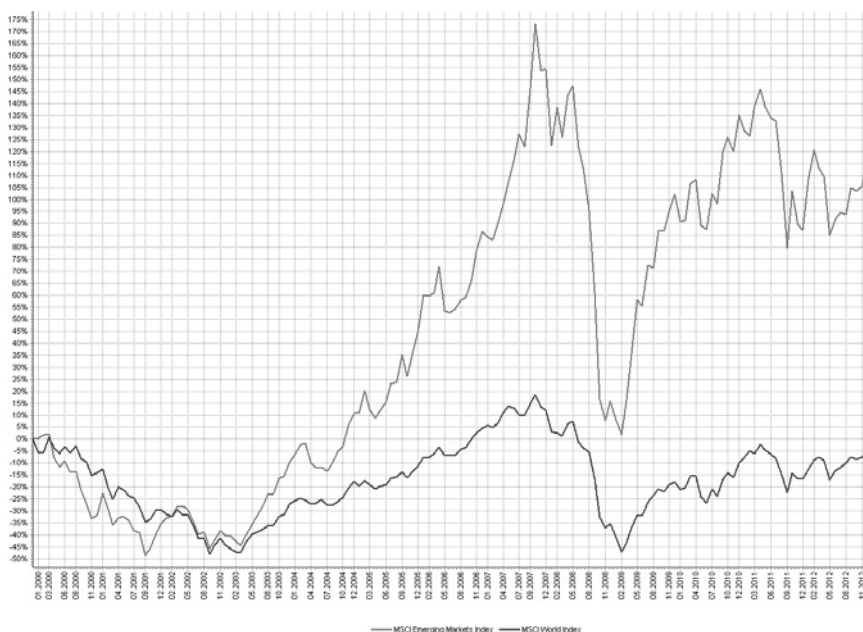
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu Bloomberg.

³ Obliczenia własne na podstawie danych z portalu Bloomberg

⁴ Ibidem

Jednakże, patrząc na przedział czasowy od stycznia 2000 roku do grudnia 2012 sytuacja się zmieniła. Rynki światowe reprezentowane przez MSCI World Index przez analizowane 12 lat straciły -5.8%, annualizowana stopa zwrotu wyniosła -0.5%, a zmienność 16.6%⁵. W tym samym czasie indeks rynków wschodzących MSCI Emerging Markets Index zyskał 116%, annualizowana stopa zwrotu wyniosła 6.1%, zmienność jednakże nie uległa zmianie i wyniosła 24.1%⁶.

Rysunek 3. Skumulowana stopa zwrotu indeksów giełdowych MSCI Emerging Markets Index (indeks rynków wschodzących) oraz MSCI World Index (indeks światowy) w latach 2000-2012



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z portalu Bloomberg.

1.4 Konsument lokalny

Giełdy na rynkach wschodzących przed rokiem 2000-nym były w dużej mierze zdominowane przez największe lokalne spółki zajmujące się wydobywaniem surowców naturalnych, banki oraz firmy telekomunikacyjne. Obecnie zróżnicowanie jest zdecydowanie większe i liczba przedsiębiorstw z sektora usług, których klientami są lokalni konsumenci, jest znacznie większa niż przed laty. Przykładowo indeks giełdy brazylijskiej Bovespa Index w styczniu 2001 roku w 95%⁷ składał się z przedsiębiorstw industrialnych t.j. firmy wydobywcze, metalurgicz-

⁵ Ibidem

⁶ Ibidem

⁷ Ibidem

ne, telekomunikacyjne, oraz wodociągowe. Jedynie 5% stanowiły firmy obsługujące konsumentów lokalnych m.in. transportowe, produkujące wyroby tytoniowe czy wyroby alkoholowe⁸. W lutym 2013 roku sytuacja ta jest inna i zmniejszył się udział przedsiębiorstw industrialnych do 75% indeksu Bovespa Index, podasz, gdy liczba przedsiębiorstw w sektorach konsumenckich znacznie wzrosła, wzrósł też ich udział w indeksie. Do nowych spółek zalicza się producentów żywności, sprzedaż detaliczna, firmy zapewniające opiekę zdrowotną, producentów ubrań i obuwia, firmy zarządzające prywatnymi uniwersytetami i inne⁹.

Od kilku lat, gdy obywatele krajów rozwijających się zaczęli się bogacić, powstały lokalne fundusze otwarte, oraz fundusze emerytalne, rynki akcyjne zostały zdominowane przez inwestorów lokalnych. Inwestorzy zagraniczni wręcz unikają inwestycji w niektórych krajach rozwijających się, ponieważ rynki akcji w tych krajach są drogie w porównaniu z innymi ze względu na wysoki udział inwestorów lokalnych w rynku. Polska zaliczana jest do tej kategorii przez inwestorów zagranicznych. Ceny akcji w Polsce są niezmiennie wyższe od innych krajów rozwijających się ze względu na duży udział lokalnych funduszy inwestycyjnych oraz funduszy emerytalnych, które większość aktywów, zgodnie z wymogami prawnymi, Musą mieć zainwestowane na lokalnym rynku akcji¹⁰

Jeszcze 10 lat temu kraje rozwijające się były postrzegane przez inwestorów głównie, jako źródło surowców naturalnych dla zachodnich gospodarek oraz jako źródło taniej siły roboczej, która produkowała proste i tanie wyroby z plastiku czy włókien tkanych. Obecnie sytuacja jest jednak inna; zasadniczo zmieniły się profile społeczeństw i przede wszystkim stopień zamożności, a co za tym idzie, siła nabywcza ludności lokalnej. Przepaść pomiędzy krajami rozwiniętymi a rozwijającymi się zaczęła stanowczo maleć. Dzięki temu pojawiły się liczne możliwości inwestycyjne i liczni inwestorzy zorientowali swoje inwestycje właśnie pod kątem wzbogacenia się lokalnego konsumenta. Z początku inwestycje te były czynione poprzez koncerny międzynarodowe typu Nestle. Firma Nestle, z siedzibą w Szwajcarii, ma dużą część swoich interesów w krajach rozwijających się. Dziś 43% obrotów koncernu pochodzi ze sprzedaży na rynkach wschodzących¹¹. Tego typu inwestycje (jak Nestle) były atrakcyjne dla inwestorów giełdowych z bardzo wielu powodów. Mieli oni bowiem pewność, że firma zarządzana jest zgodnie z interesem udziałowców,

⁸ Obliczenia własne na podstawie danych z portalu Bloomberg.

⁹ Ibidem

¹⁰ Rozmowa z Nick Barnes, zarządzającym funduszem Nevsky Fund Plc, 21.01.2013.

¹¹ <http://www.bloomberg.com/news/2013-02-14/nestle-reports-slowest-annual-sales-growth-in-three-years.html>, 22.02.2013

zarząd jest doświadczony, ryzyko oszustwa minimalne, standardy księgowości należą do najlepszych, a jurysdykcja prawna na wypadek konfliktów jest w Szwajcarii, gdzie sądownictwo jest niezależne itp. Jednocześnie akcje Nestle są płynne. Jednakże z czasem i postępującym rozwojem krajów rozwijających się lokalne przedsiębiorstwa również stały się atrakcyjnymi i bezpiecznymi inwestycjami, jednocześnie pozwalając na uzyskanie wyższych stóp zwrotu niż inwestycje w międzynarodowe koncerny.

Zgodnie z tym, co zostało wcześniej powiedziane rynki wschodzące należą do rynków o stosunkowo wysokiej zmienności cen, co historycznie wynikało z faktu, że kapitał na tychże giełdach był zdominowany przez inwestorów zagranicznych, którzy przeważnie byli inwestorami krótkoterminowymi, oportunistycznymi. Te proporcje dziś się zmieniły i giełdy te są w mniejszym stopniu zdominowane przez inwestorów zagranicznych. Jednakże inwestorzy zagraniczni wciąż stanowią kluczową grupę graczy. Stopień korelacji między rynkami wzrósł w ostatnich latach w wyniku globalizacji mediów i informacji, stąd w XXI wieku informacje płynące z Ameryki Północnej potrafią natychmiast wpłynąć na giełdy azjatyckie. Z tego też powodu analizując dźwignie sterujące rynkami należy wziąć pod uwagę nie tylko lokalne informacje, ale również globalne zdarzenia, które wpływają na wszystkie giełdy światowe.

2. Zachowanie rynków światowych w 2012 roku

2012 rok był dość nietypowym rokiem, zarówno dla giełd jak i funduszy hedge, ponieważ charakteryzował się sporą zmiennością cen spowodowaną licznymi wiadomościami makroekonomicznymi ze świata.

2012 był rokiem wzrostu akcji na rynkach wschodzących. Indeks MSCI Emerging Markets Index zyskał 15.15% w ciągu roku.

Analizując wydajność giełd rynków wschodzących w 2012 roku można wyodrębnić trzy fazy – dwie wzrostu i jedną spadków. Styczeń-luty był fazą wzrostową, podczas gdy marzec-maj charakteryzowały się spadkami. Od czerwca do końca roku rynki wschodzące wzrastały.

Rok 2012 rozpoczął się dwoma miesiącami solidnych wzrostów na giełdach światowych w tym na giełdach rynków wschodzących. Indeks giełdowy krajów rozwijających się MSCI Emerging Markets zyskał w styczniu 11.24% a w lutym 5.9%. Wzrosty były spowodowane odwrotem sentymentu inwestorów po tym jak w grudniu 2011 Europejski Bank Centralny ogłosił Długoterminowe Operacje Refinansujące

(ang. **long-term refinancing operation (LTRO)**)^{12, 13, 14, 15, 16}. LTRO to instrument polityki pieniężnej Europejskiego Banku Centralnego (EBC) polegający na udzielaniu pożyczek bankom komercyjnym w celu pobudzenia wewnątrzbankowego rynku pożyczek. Przed LTRO pożyczki międzybankowe były limitowane ze względu na brak zaufania między bankami. Pożyczki od EBC w ramach LTRO są nisko oprocentowane, by były dla banków atrakcyjne^{17,18}.

Program LTRO dał sygnał inwestorom, że Europejski Bank Centralny zamierza uczynić wszystko, by Europejski system finansowy nie przeszedł załamania, więc ryzyko upadku systemowego zostało wyeliminowane z rynku. To z kolei skłoniło inwestorów do podejmowania większego ryzyka, czego głównym beneficjentem stały się światowe giełdy. Rynki wschodzące zyskały najwięcej w tych miesiącach. W 2011 z kolei najwięcej straciły, gdyż inwestorzy wyprzedawali akcje z giełd krajów rozwijających się orientując swoje inwestycje w bezpieczniejsze aktywa. W 2011 indeks MSCI Emerging Markets Index stracił -20.4%, podczas gdy indeks ogólnoswiatowy MSCI World Index stracił jedyne -4.9% w tym samym czasie, a Amerykański indeks pięciuset największych spółek S&P 500 Index zakończył rok na tym samym poziomie, co go rozpoczął.

Wiadomości z Europejskiego Banku Centralnego nie były jedynym bodźcem na rynkach. Na początku 2012 roku dane z USA były również pozytywne. W styczniu ukazały się grudniowe dane o rynku pracy pokazujące, że w tym miesiącu przybyło 200 000 miejsc pracy a bezrobocie spadło do 8.5%¹⁹. W styczniu 2012 roku w USA przybyło 243 000 nowych miejsc pracy²⁰, zarazem stopa bezrobocia spadła do 8.3% z 8.5% w zaledwie miesiąc. Jednocześnie dane z listopada i grudnia 2011 roku były skorygowane na jeszcze lepsze. Luty był podobnym

¹² Źródło: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/LTRO-klatwa-i-blogoslawienstwo-Europy-2493827.html>, 11.02.2013

¹³ <http://biznes.onet.pl/reuters-ecb-zapowiada-operacje-refinansujace-skup-,18528,4872707,1,news-detal>, 11.02.2013

¹⁴ <http://www.sobieski.org.pl/komentarz-114/>, 11.02.2013

¹⁵ <http://www.bankier.pl/wiadomosc/LTRO-klatwa-i-blogoslawienstwo-Europy-2493827.html>, 11.02.2013

¹⁶ <http://www.obserwatorfinansowy.pl/forma/debata/druga-pozyczka-ecb-moze-nie-byc-ostatnia/>, 12.02.2013

¹⁷ Źródło: <http://pokonac-rynek.pl/analiza-fundamentalna/analizy-historyczne-ecb-bohaterem-rynkow-2012-czyli-recepta-na-kryzys-w-strefie-euro/>, 11.02.2013

¹⁸ Źródło: <http://biznes.onet.pl/reuters-ecb-zapowiada-operacje-refinansujace-skup-,18528,4872707,1,news-detal>, 12.02.2013

¹⁹ Źródło: <http://www.bloomberg.com/news/2012-01-06/u-s-employment-situation-report-for-december-text-.html>, 12.02.2013

²⁰ Źródło: http://www.nytimes.com/2012/02/04/business/economy/us-economy-added-243000-jobs-in-january-unemployment-rate-is-8-3.html?_r=0, 12.02.2013

miesiącem. Liczba miejsc pracy wzrosła o 227 000 a stopa bezrobocia pozostała bez zmian²¹.

Spokojniejsza sytuacja makroekonomiczna w USA i Europie spowodowała większe zainteresowanie inwestorów aktywami o większym stopniu ryzyka w tym akcjami krajów rozwijających się. Napływ kapitału do funduszy akcyjnych rynków wschodzących w pierwszych dwóch miesiącach roku był znaczny. Tylko w pierwszym tygodniu lutego do tego typu funduszy napłynęło USD 5.8 miliardów i był to ósmy z kolei tydzień napływu kapitału do funduszy. W sumie do końca ósmego tygodnia 2012 roku napłynęło USD 17 miliardów. Dla porównania w roku wcześniejszym przez pierwsze osiem tygodni z funduszy rynków wschodzących wypłynęło ponad USD 11 miliardów²².

W okresie od marca do maja 2012 sytuacja na rynkach światowych uległa zmianie. Pozytywne bodźce z pierwszych dwóch miesięcy roku przysłonięte zostały negatywnymi. W Europie narastała niepewność zarówno odnośnie zbliżających się wyborów w Grecji jak i stanu hiszpańskich banków. W USA dane z rynku pracy pogorszyły się, a w Chinach spadła produkcja przemysłowa. Indeks MSCI Emerging Markets Index stracił w marcu -3.5%, w kwietniu -1.5%, zaś w maju -11.7%.

Wybory parlamentarne w Grecji miały odbyć się na początku roku, zostały jednak przesunięte na maj²³. Protesty w Grecji powodowały obawy inwestorów, że wygrają partie przeciwnie wprowadzeniu koniecznych, niepopularnych reform, oraz że nie nastąpi redukcja wydatków rządowych m.in. na pomoc społeczną, przy jednoczesnym zaostrzeniu ścisłości podatków. Społeczeństwo było wrogo nastawione przeciwko politykom, oskarżanym o korupcję i obarczonym odpowiedzialnością za kryzys w kraju²⁴.

W kwietniu hiszpańskie banki miały problemy z pozyskaniem kapitału. Koszty kapitału i dostęp do niego dla banków hiszpańskich zmalał pomimo LTRO. Jednocześnie wymogi kapitałowe wzrosły. Wynikło to z obaw, co do wypłacalności Hiszpanii i możliwości spłaty obligacji, których termin zapadalności się zbliżał²⁵.

²¹ Źródło: <http://www.bloomberg.com/news/2012-03-09/u-s-employment-situation-report-for-february-text.html>, 12.02.2013; oraz <http://www.reuters.com/article/2012/03/23/usa-economy-newhomes-idUSL2E8EN10D20120323>, 12.02.2013

²² Źródło: http://articles.economictimes.indiatimes.com/2012-02-13/news/31055248_1_market-equity-equity-funds-epfr, 13.02.2013

²³ Źródło: <http://www.bbc.co.uk/news/world-europe-17673917>, 13.02.2013

²⁴ Źródło: <http://www.reuters.com/article/2012/03/10/greece-elections-idUSL5E8EA06A20120310>, 13.02.2013, oraz <http://www.irishtimes.com/newspaper/world/2012/0410/1224314566117.html>, 13.02.2013

²⁵ Źródło: <http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/articles/Spanish-Bank-Funding-Pressure-Unlikely-to-Ease-Soon.jsp>, 13.02.2013

Banki wykorzystały możliwości pożyczek od Europejskiego Banku Centralnego poprzez program LTRO, jednakże rynek odebrał to jako negatywną wiadomość potwierdzającą ich problemy²⁶.

W Stanach Zjednoczonych opublikowane w kwietniu dane za marzec odnośnie rynku pracy wykazywały gorsze niż w pierwszych miesiącach roku rezultaty. W marcu przybyło w USA jedynie 120 000 nowych miejsc pracy, w porównaniu do 200 000 szacowanych przez ekonomistów i analityków. Stopa bezrobocia spadła do 8,2%, co było pozytywnym wskaźnikiem, jednakże spadek ten zawdzięczany był zmniejszającej się liczbie Amerykanów poszukujących pracy a nie zwiększającej się ilości miejsc pracy²⁷.

Jednocześnie w Chinach w kwietniu i maju wzrost produkcji przemysłowej był znacznie mniejszy niż wcześniej. Produkcja przemysłowa wzrosła o 9,3% w kwietniu i 9,6% w maju, co w porównaniu z ponad 20% w lutym było znaczącym spadkiem. Przywróciło to dyskusje n.t. „łagodnego bądź twardego lądowania” chińskiej gospodarki i obawy, że znaczne spowolnienie wzrostu w Chinach może pociągnąć za sobą spowolnienie większości gospodarek na świecie²⁸.

W konsekwencji w/w obaw inwestorzy zaczęli wycofywać kapitał z aktywów o wyższym stopniu ryzyka i alokować go w aktywa uważane za najbezpieczniejsze, czyli np. 10-cio letnie obligacje USA. Rysunek 4 przedstawiający rentowność 10-cio letnich obligacji USA wyraźnie potwierdza spadek rentowności, oznakę wyższego popytu.

Fundusze akcyjne rynków wschodzących stały się z kolei źródłem odpływu kapitału, jako że klasyfikowane są jako najbardziej ryzykowne.

Ostatnia, trzecia faza roku charakteryzowała się wzrostami od czerwca do grudnia na giełdach krajów rozwijających się. Inwestorzy zareagowali pozytywnie na dwukrotne obniżki stóp procentowych przez Chiński Bank Centralny oraz na obniżkę stóp procentowych przez Brazylijski Bank Centralny. Jednocześnie ogólnoświatowe obawy przed inflacją zelały i rząd w Indiach rozpoczął wprowadzanie reform.

Indeks MSCI Emerging Markets Index zyskał przez ostatnie siedem miesięcy w 2012 roku 16,5%.

Na początku czerwca Chiński Bank Centralny podjął decyzję obniżenia stóp procentowych o 0,25% co zaskoczyło uczestników rynku. Celem obniżki było pobudzenie inwestycji poprzez obniżkę kosztów kapitału²⁹.

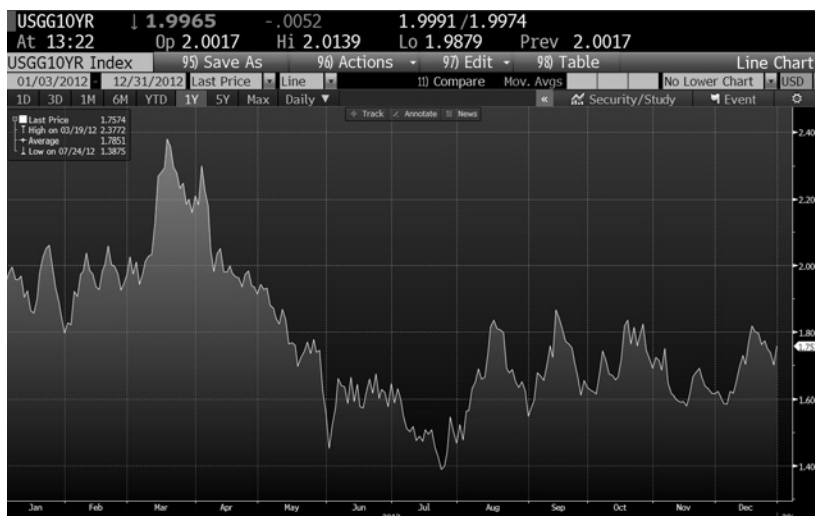
²⁶ Źródło: <http://www.irishtimes.com/newspaper/breaking/2012/0413/breaking26.html>, 13.02.2013

²⁷ Źródło: <http://business.time.com/2012/04/06/u-s-economy-added-120000-jobs-in-march-missing-estimates/>, 21.02.2013

²⁸ Źródło: <http://www.alsosprachanalyst.com/economy/china-industrial-production-growth-rebound-slightly-in-may-2012.html>, 21.02.2013

²⁹ Źródło: <http://www.china-briefing.com/news/2012/06/08/chinas-pbc-cuts-interest-rate-by-25-basis-points.html>, 21.02.2013

Rysunek 4. Rentowność 10-cio letnich obligacji USA w 2012 roku



Źródło: portal Bloomberg

Zaledwie miesiąc później w lipcu, Chiński Bank Centralny ponownie zdecydował się na obniżkę stóp procentowych. Inwestorzy odebrali to jako agresywny bodziec dla gospodarki ze strony Chin i dodatkowo zachęciło ich do inwestowania kapitału³⁰.

W sierpniu Brazylijski rząd uruchomił program budowy autostrad i kolei o wartości 133 miliardów Real (USD 66 miliardów). Celem programu jest rozbudowa autostrad o kolejne 7500km oraz modernizacja i rozbudowa kolei o 10 tys km³¹.

3. Fundusze hedge na rynkach wchodzących

Fundusze hedge na rynkach wschodzących obecne są od wielu lat, sięgając początków lat 90tych, jednakże ich obecność na tych rynkach jest zdecydowanie większa od 2000 roku, od kiedy kraje rozwijające się mają mniejszą inflację i stabilniejsze rynki finansowe. Jednocześnie omówione charakterystyki rynku (większe obroty na giełdach i więcej uczestników rynków) pozwoliły na udział funduszy hedge w tych rynkach. Najpopularniejsza strategia długich i krótkich pozycji na rynku akcji (ang.: long/short equity) wymaga możliwości pożyczania akcji po krótkiej stronie portfela. W przeszłości w większości krajów rozwijających się było to niemożliwe lub wręcz zabronione prawnie.

³⁰ Źródło: <http://www.fxstreet.com/fundamental/analysis-reports/flash-comment/2012/07/05/>, 21.02.2013, oraz <http://www.businessweek.com/articles/2012-07-05/chinas-surprise-rate-cut>, 21.02.2013

³¹ Źródło: <http://www.bnamerica.com/news/infrastructure/govt-launches-us657bn-highway-railway-concessions-program1>, 21.02.2013

Strategia długich i krótkich pozycji na rynku akcji pozwala funduszom na generowanie stop zwrotu jednocześnie, gdy ceny akcji wzrastają i gdy ceny akcji spadają. W odróżnieniu od klasycznych funduszy inwestycyjnych fundusze hedge mogą przyjmować pozycje krótkie, czyli obstawiać spadek papierów wartościowych. Typowy portfel funduszu składa się z pozycji długich, czyli typowych dla zwykłego funduszu akcyjnego pozycji, oraz krótkich, czyli pozycji, odnośnie, których zarządzający spodziewa się spadku cen. Jednocześnie pozycje krótkie stanowią zabezpieczenie przed nagłymi spadkami na rynkach, gdyż generują pozytywne stopy zwrotu nawet w przypadku, gdy fundusz straci na długich pozycjach.

Taka struktura pozwala tym funduszom zmniejszyć zmienność ich wyników w porównaniu z klasycznymi funduszami akcyjnymi i indeksami giełdowymi.

Tabela 1 przedstawia wyniki za 2012 rok zarówno indeksów giełdowych z rynków wschodzących, jak i indeksów funduszy hedge, czyli indeksów uśredniających stopy zwrotu kilku funduszy hedge. Dane z tabeli 1 udowadniają, że inwestycje poprzez fundusze hedge znacznie zmniejszają zmienność stóp zwrotu, jednocześnie osiągając podobne wyniki, co indeksy giełdowe. Ogólny indeks akcji rynków wschodzących MSCI Emerging Markets Index w 2012 roku wygenerował stopę zwrotu 15.2%. Inwestor, który zainwestowałby nie bezpośrednio w akcje będące składowymi indeksu, lecz w kilka funduszy hedge inwestujących na rynkach wschodzących, zyskałby 12% co przedstawia indeks Eurekahedge Emerging Markets Long Short Equities Hedge Fund Index (indeks przedstawiający średnie stopy zwrotu dla funduszy długich i krótkich pozycji na rynkach wschodzących). Inwestycje w fundusze zatem przyniosły niższą stopę zwrotu, ale przy o połowę mniejszym ryzyku, gdyż jak przedstawia tabela 1. analizowana zmienność MSCI Emerging Markets Index wyniosła 23.2%, zaś funduszy hedge (Eurekahedge Emerging Markets Long Short Equities Hedge Fund Index) 9.5%. Fundusze zapewniły mniejsze straty w miesiącach takich jak n.p. maj, kiedy MSCI Emerging Markets Index stracił -11.7%, a fundusze hedge -5.2%.

Podobne wyniki można zauważyć patrząc na specyficzne regiony rynków wschodzących. W Ameryce Łacińskiej fundusze hedge przyniosły znacznie wyższe stopy zwrotu niż ogólne indeksy giełdowe. Fundusze hedge na podstawie indeksu Eurekahedge Latin American Long Short Equities Hedge Fund Index zyskały 13.1% podczas, gdy indeks giełd Ameryki Łacińskiej zyskał 5.4%. Sukces funduszy hedge zawdzięczany jest ich specjalizacji w doborze akcji zarówno po stronie długiej jak i krótkiej portfela, jako że w 2012 roku giełdy Ameryki Łacińskiej charakteryzowały się znaczną rozpiętością między cenami akcji, a analiza fundamentalna przedsię-

biorstw przynosiła największe rezultaty. Przykładowo w Brazylii było wiele spółek, które zyskały ponad 100% w 2012 roku, podczas gdy inne przyniosły negatywne stopy zwrotu. Pomimo wyższych stóp zwrotu wyniki funduszy hedge charakteryzowały się mniejszą zmiennością 5.5% podczas gdy indeks akcyjny MSCI zmiennością 22%. Maj 2012 roku jest ponownie przykładem jak fundusze hedge ochraniają kapitał: fundusze hedge straciły -2.6% podczas gdy indeks akcji MSCI stracił -13.5%.

4. Zachowanie funduszy hedge w 2012 na przykładach

Skyline UCITS Fund

Skyline UCITS Fund jest funduszem hedge operującym w ramach struktury prawnej UCITS, zarządzanym przez Geoff-a Bamber, który przed założeniem Skyline był analitykiem w funduszu Nevsky, oraz David-a Tovar który był analitykiem w BoA Merrill Lynch.

Skyline w 2012 osiągnął stopę zwrotu 25%, podczas gdy indeks MSCI Emerging Markets Index zyskał 15.2%. Osiągnięty wynik funduszu zrealizowany został przy zmienności 11.1%, znacznie mniejszej w porównaniu z indeksem, którego zmienność wyniosła 23.2%.

Fundusz zarobił zarówno na pozycjach długich jak i krótkich. Zśród długich pozycji największe zyski uzyskał z inwestycji w Estacio, brazylijskiego operatora prywatnych uniwersytetów, Dogus, turecki konglomerat, oraz Dufry, szwajcarską firmę operującą sklepami bezcłowe na lotniskach głównie w Ameryce Łacińskiej.

OCCO Eastern European Fund

OCCO Eastern European Fund jest funduszem hedge specjalizującym się w inwestycjach na rynkach Europy Środkowowschodniej. Fundusz zarządzany jest przez Andy Wiles, który był inicjatorem powstania funduszu w 2002 roku i był jego zarządzającym od początku. Wcześniej w swojej karierze Andy Wiles zarządzał funduszami klasycznymi zorientowanymi na rynki wschodzące.

OCCO Eastern European Fund w 2012 roku osiągnął stopę zwrotu 7%, czyli o 5% niższą od indeksu giełdowego MSCI Emerging Markets Eastern Europe Index który zyskał 13%. Annualizowana zmienność funduszu wyniosła zaledwie 3.1% podczas gdy indeksu 31.7%. Patrząc pod kątem ryzyka, wyniki funduszu OCCO są bardziej atrakcyjne gdyż zapewnił ochronę kapitału n.p. w maju indeks stracił -20.5% podczas gdy fundusz OCCO zaledwie -0.9%. Z kolei w miesiącach takich jak styczeń kiedy indeks zyskał 14.6%, fundusz zyskał 2.1%.

Fundusz OCCO korzysta ze strategii długich i krótkich pozycji na rynku akcji, które łączy w pary t.j. zarządzający szuka przedsięwzięć w tym samym sektorze by zainwestować po stronie długiej oraz krótkiej. Przykładowe pary, które w 2012 przyniosły zyski:

- Długa pozycja: Dixy (rosyjska siec handlowa), krótka pozycja: X5 (rosyjska siec handlowa)
- Długa pozycja: Eurocash (polski dystrybutor), krótka pozycja: Tauron (dystrybutor energii)
- Długa pozycja: Norilsk Nickel (rosyjska firma wydobywcza niklu), krótka pozycja: Raspadskaya (rosyjska firma wydobywająca węgiel)

Tree Line Asia

Tree Line Asia Fund jest funduszem hedge specjalizującym się w inwestycje na rynkach Azjatyckich. W 2012 roku zarobił on 19.9% podczas gdy indeks MSCI Asia ex Japan Index zyskał 19.4%. Wyniki są bardzo podobne, jednakże fundusz osiągnął te wyniki ze zmiennością 15.3%, podczas gdy indeks ze zmiennością 24.4%. Fundusz Tree Line zyskał na pozycjach długich 34% w przeciągu roku, podczas gdy pozycje krótkie przyniosły -7.5% strat, jednakże pomogły one zmniejszyć zmienność. Inne straty wynikły z różnic kursów walut oraz wydatków na opcje i swapy. Fundusz zarobił najwięcej na długich pozycjach w Samsung-u, United Breweries, firmie produkujące piwo i inne alkoholowe produkty w Indiach, oraz Mayora Indah, indonezyjskim przedsiębiorstwie wytwarzającym cukierki.

Podsumowanie

Pomimo różnych opinii na temat funduszy hedge w świecie finansów, udowadniają one wciąż, że stanowią atrakcyjną alternatywę dla klasycznych funduszy akcyjnych. Ich główną zaletą jest możliwość ochrony kapitału przed nagłymi spadkami na giełdach. W 2012 roku maj był miesiącem kiedy pod wpływem makroekonomicznych czynników globalnych nastąpiły znaczące spadki na giełdach światowych. Rynki wschodzące, zarówno w Azji, Ameryce Łacińskiej, Europie Wschodniej i Afryce straciły ponad -10%. W tym samym czasie fundusze hedge były w stanie ochronić kapitał klientów i zminimalizować straty do zaledwie kilku procent bądź mniej. Bogacenie się konsumenta w krajach rozwijających się oraz powiększająca się klasa średnia pozwoliły lokalnym przedsiębiorstwom na rozwój i z czasem notowanie na giełdach dając atrakcyjne możliwości inwestycyjne. Poprzez identyfikację najlepszych przedsiębiorstw fundusze hedge mogą osiągać wyniki wyższe niż indeksy giełdowe czy fundusze klasyczne; zarabiają one również na pozycjach krótkich czyli obstawianiu spadku akcji przedsiębiorstw o niskiej jakości.

Tabela 1. Miesięczne, roczne wyniki indeksów funduszy hedge oraz indeksów giełdowych.

	Sty	Lut	Mar	Kwi	Maj	Cze	Lip	Sie	Wrz	Paź	Lis	Gru	2012	Zmienność annualizowana
	%													
Eureka Hedge Emerging Markets Long Short Equities Hedge Fund Index	4.6	4.0	-1.9	-0.5	-5.2	0.5	0.4	0.5	3.1	1.0	2.1	3.4	12.0	9.5
MSCI Emerging Markets Index	11.2	5.9	-3.5	-1.5	-11.7	3.4	1.6	-0.5	5.8	-0.7	1.2	4.8	15.2	23.2
Eureka Hedge Asia ex Japan Long Short Equities Hedge Fund Index	4.3	4.2	-2.4	-0.4	-4.3	-0.3	-0.2	0.7	3.9	1.3	1.8	3.5	12.2	9.4
MSCI Asia ex Japan Index	10.7	5.9	-3.2	-0.1	-10.0	2.5	2.2	-0.8	6.8	-0.3	2.7	3.1	19.4	24.4
Eureka Hedge Latin American Long Short Equities Hedge Fund Index	3.7	2.7	0.5	0.2	-2.6	0.8	0.9	1.3	0.8	1.3	0.2	2.7	13.1	5.5
MSCI Emerging Markets Latin America Index	12.5	5.1	-3.5	-4.5	-13.5	3.8	1.3	-0.7	3.8	-0.8	-1.8	6.1	5.4	22.0
Eureka Hedge Eastern Europe & Rus- sia Hedge Fund Index	6.4	4.6	-1.9	-1.9	-10.0	1.6	1.6	-0.3	2.7	-1.1	2.0	3.7	6.7	14.6
MSCI Emerging Markets Eastern Europe Index	14.6	8.5	-5.1	-3.1	-20.5	10.3	1.1	1.9	5.6	2.8	0.2	6.3	13.2	31.7

Źródło: portal Bloomberg, 20.02.2013

INVESTMENTS ON EMERGING MARKETS THROUGH HEDGE FUNDS OF LONG AND SHORT POSITIONS ON THE SHARE MARKET ON THE EXAMPLE OF 2012

Key words: financial markets, emerging markets, investments, funds hedge, share indices

Summary

In spite of various opinions about funds hedge in the financial world, they are proving still that they constitute an attractive alternative for classical equity funds. A possibility of the safeguard of capital against dips is their major advantage on stock exchanges. In 2012 the May was a month when under the influence of macroeconomic global factors significant falls took place on world stock exchanges. Emerging markets, both in Asia, Latin America, Eastern Europe and Africa lost over the -10%.

In the same time funds hedge were able to protect capital of customers and to minimize losses up to the only a few per cent or less. Growing rich of consumer in developing countries and expanding middle class let local companies to the development and with time giving taking down on stock exchanges attractive investment possibilities. Through the identification of the best enterprises funds hedge can achieve results higher than share indices or classical funds; they are also earning on short positions i.e. betting on the fall in the share of enterprises low-class.