

Intervju med Sandy Rattray - CIO för Man Investments Systematic Strategies

Stockholm (HedgeFonder.nu) - I oktober bjöd Man Investvestments in till Nordic Investment Seminar i Stockholms på Grand Hotel. Deltog gjorde bland annat Jan Eliasson, fd svensk utrikesminister, Pierre Lagrange, grundare av GLG Partners och portföljförvaltare i GLG European Long / Short Fund och Sandy Rattray, Chief Investment Officer på Man Systematic Strategies och medförvaltare av TailProtect Fund.

Stora marknadsrörelser och externa chocker verkar komma helt oförutsedda och ofta ur det blå, något som gör att traditionella, men även hedgefonder, då utsätts för kraftigt stigande volatilitet, där historiska samband blivit irrelevanta när "marknads-horden" börjar löpa i en riktning utan förvarning. Statistiska marknadsmodeller kan inte återspegla dessa händelser, och chockskadade fondförvaltare verkar bli drabbade av dessa händelser vart andra eller tredje år sedan senaste sekelskiftet, medan modellerna förutspår att de ska uppkomma en gång under en livstid.

Ämnet fick ökade medvetenhet genom en publik även utanför kretsen av nördar i och med Nassim Talebs bok, med titeln som blev en synonym för fenomenet: "The Black Swan". Fonden som Sandy Rattray förvaltar tillsammans med sina kollegor syftar till att ge kapitalförvaltares portföljer skydd mot just dessa sällsynta händelser. Vi hade möjligheten att prata med Sandy, och här följer vad han hade att berätta:

HedgeFonder.nu: När du gjorde din presentation i Stockholm berättade du att du ombads att lista sex "svarta svanar" som sannolikt kommer att drabba marknaderna under 2012. Du berättade att du kämpade med den frågan. Har du kommit fram till något svar?

Sandy Rattray: Jag tror inte att investerare kan förutspå extrema händelser med någon större grad av tillförlitlighet. Titta bara på fondförvaltares utveckling under de senaste åren. Många av dem som lyckades särskilt bra under 2008 har haft ett dåligt 2011. Och de flesta investerarna missade både kreditkrisen och nu statsskuldskrisen. Så vi baserar inte vår strategi på att försöka förutse extrema händelser.

HedgeFonder.nu: Vad är, enligt din definition, en "fet svans"?

Sandy Rattray: Jag tror att det finns många definitioner. Men vanligtvis är det en stor, oväntad händelse som inte förutses av riskmodeller och har en betydande, ofta negativ inverkan på investerarnas portföljer. Under dessa perioder ser man ofta att likviditeten sjunker, volatiliteten ökar och kreditspreadar på högre nivåer än tidigare. Ofta misslyckas även diversifieringen.

HedgeFonder.nu: Subjektivt sett verkar antalet enskilda händelser som faller utanför ordinarie sannolikhetsförväntningar öka med högre delta och historiska korrelationer som gå överbord. Understöds den bilden av fakta?

Sandy Rattray: Det stämmer verkligen att det har varit fler extrema händelser under senare år än det långsiktiga genomsnittet visar. Sedan januari 2009 har vi haft fyra månader med avkastning sämre än -6,8% på S&P 500 (motsvarande en förflyttning på två standardavvikelser). De flesta riskmodeller skulle hävda att vi bara skulle ha en sådan månad under denna period. Jag tror att anledningen till det ökade antalet stora rörelser är att det globala finansiella systemet är mycket högre belånat idag än det varit under perioder längre tillbaka. Processen med att ta ner belåningen kommer med största sannolikhet vara en faktor som är störande för marknaden.

HedgeFonder.nu: Så, hur jobbar din fond egentligen, vad är det du gör och vilka instrument använder du?

Sandy Rattray: Vi äger aktievolatiliteten och tar endast långa positioner. Vi tror att aktievolatiliteten med sannolikhet ökar under kriser. Och vi är därmed övertygade om att vår portfölj med hög sannolikhet kommer att vara lönsam under dessa händelser. Vi lägger ner mycket arbete på att minimera "carry" eller de löpande kostnaderna från att äga volatilitet. Vi har två komponenter - en del är en "spike detection model" som upptäcker när osäkerheten ökar på marknaden under upptakten till kriser och ökar vår skyddsnivå. Den andra delen är en framåtblickande volatilitetsmodell. Denna är mindre förutseende och mer fokuserad på att alltid ha en position, men där vi försöker

hantera storleken på och förfallodagarna på dessa positioner för att kontrollera de löpande kostnaderna. Vi äger inte optioner, utan vi har kontrakt på volatilitet direkt. Så vi tar inte sikte på nivåerna i marknaderna, utan snarare på volatiliteten på marknaderna.

HedgeFonder.nu: Kan du då berätta hur din typ av fond hjälper till att skydda en portfölj från oönskad exponering mot "feta svansar"? För vilken typ av portföljer och vilka investerare blir det verkligen vettigt?

Sandy Ratray: Våra investerare är i allmänhet stora och kvalificerade investerare i hedgefonder. Ofta har de särskilda skäl för att vilja ha skydd mot "svansarna". För pensionsfonder är detta ofta en önskan i hedgefonddelen för att skydda portföljen mot de värsta perioderna för hedgefonder. De vill skydda kapitalet från perioder då diversifiering misslyckas och många olika fondstrategier faller samtidigt. För förmögna privatpersoner och stiftelser är anledningen ofta enklare - de kan inte bära stora fall i portföljen och betalar gärna en liten premie för att skydda den mot det.

HedgeFonder.nu: Hur medvetna är kapitalförvaltare om sina risker i "svansarna"?

Sandy Ratray: Det är svårt att säga. Många extrema händelser kommer till synes från ingenstans. De färdigheter som behövs för att skydda sig mot dem är tämligen specialiserade. Det är en annorlunda kompetens jämfört med låt säga "stock picking".

HedgeFonder.nu: Ser du TailProtect främst som en försäkring av den totala portföljen, eller också som en aktiv bidragsgivare till avkastning?

Sandy Ratray: Detta är en strategi med försäkrings-liknande egenskaper. Försäkringar kostar pengar på de finansiella marknaderna och på andra platser. Därför är vårt mål att minimera de löpande kostnaderna och maximera utdelningen i dåliga tider. En försäkrings-liknande strategi kan inte tjäna pengar i både goda och dåliga marknadsmiljöer. Det skulle vara för bra för att vara sant.

HedgeFonder.nu: I din presentation nämner du ett par gånger att trots att du gillar CTAs, skulle de inte alltid göra hela jobbet i dessa mycket ovanliga händelser. Kan du berätta mer om funktionen för CTAs och varför de, i din mening, misslyckas med att fånga upp de "feta svansarna".

Sandy Ratray: CTAs är en diversifierad hedgefondstrategi i mina ögon. Extrema händelser kan komma väldigt snabbt, jag tänker till exempel på Tohoku jordbävning i Japan 2011. CTAs kan ofta inte svara tillräckligt snabbt på dessa extrema händelser. Enligt min mening är de bra som diversifiering, men det är inte samma sak som att tillhandahålla skydd mot "svansarna".

HedgeFonder.nu: I vilka situationer skulle du förvänta dig att din fond fungerar bäst och vilka miljöer skulle vara mest utmanande?

Sandy Ratray: De bästa miljöerna för oss är oväntade stressperioder som Lehman-krisen, den första grekiska obligationskrisen maj 2010 och den andra krisen som började i augusti 2011. Under perioder som dessa siktar vi på att skapa 20-40% avkastning per månad. I lugna perioder (ofta bra perioder för stock-picking och andra former av risktagande) räknar vi med att förlora 5-10% per år. I perioder där det finns en mycket snabb övergång till lägre volatilitetsnivåer (ett extremt rally) skulle vi kunna förlora mer (men dessa är ofta mycket bra perioder för risktagande).

HedgeFonder.nu: Vilken visdom från marknaden skulle du vilja dela med dig av?

Sandy Ratray: Dåliga investeringar är hoppets triumf över erfarenheten. Bra investeringar är det motsatta.