

Titulní téma: Investiční přehled

Pravidelná rubrika přináší přehled uplynulého měsíce na kapitálových trzích s dalším výhledem.

Uplynulý měsíc prohloubil korekci na kapitálových trzích, což se projevilo smíšeně na našich portfoliích a strategiích. US strategie bohužel utrpěly společně s trhy poklesy napříč strategiemi od konzervativních, přes vyvážené až po dynamické. Došlo k poklesu cen zlata a stříbra, růstu cen dlouhodobých státních dluhopisů, skokovému navýšení cen zemního plynu či propadu kurzu akcií čínské cestovní agentury UTA. To vše se negativně podepsalo na vývoji našich strategií. Ve spolupráci s našimi novými partnery chystáme v USA rozšíření našich investičních možností směrem k aktivnějšímu přístupu, který si aktuální vývoj kapitálových trhů žádá. V nejbližších týdnech tedy budeme pokračovat v redukci váhy některých stávajících strategií a představíme nové možnosti. Ty budou spočívat v aktivním přístupu či budou stavěny jako tržně neutrální – long/short. První nové strategie se objeví v portfoliích již v nadcházejícím týdnu, budou však určeny pouze pro portfolia s minimální výší investice od 150.000 USD. Další rozšíření možnosti pro všechny investory pak přinese přechod na nového partnera, který byl v uplynulém týdnu dohodnut a vyžádá si ještě zhruba dva týdny na doladění podmínek. O detailech Vás budeme ještě informovat.

Obdobné možnosti a podmínky dohadujeme i pro Německo, kde chystáme také významné změny. Naštěstí se však negativní vývoj trhů z posledních týdnů na německých strategiích a portfoliích nepodepsal a naopak došlo k celkovému mírnému nárůstu. Ten byl nejvíce podpořen především express certifikáty na tureckou liru či reverse bonus certifikáty na měď a DAX.

Především certifikát na tureckou liru, ze kterého již v následujících dnech budeme exitovat dosáhl téměř 60 % zhodnocení za poslední půlrok. Turecká lira za stejnou dobu posílila „pouze“ o zhruba 10 procent, přitom certifikát nenabízí žádný pákový efekt. Silně nadproporcionálního zhodnocení jsme dosáhli díky špatnému pricingu emitenta.

Spolupráce s našim partnerem, plně licencovanými obchodníky s cennými papíry nyní přináší řadu nových zahraničních partnerů, lepší podmínky a rozšíření investičních možností. To přináší v posledních i následujících týdnech řadu změn, které vyústí v efektivnější a flexibilnější investiční nabídku. Dojde k rozšíření nabídky o další dva zahraniční partnery, tentokrát již banky, jedné pro US strategie, druhé pro německé strategie. Novinkou bude také možnost privátních investic do speciálních investičních fondů, které budou řízeny na základě našeho know-how, analytické a research činnosti.

Veškeré novinky představíme již v opravdu krátké době maximálně několika jednotek týdnů. Věříme, že budou znamenat posun o další level dále a v určitých oblastech povedou pro nás a naše investory k zásadnímu zlepšení celkového čistého zhodnocení investovaných prostředků.

Přehled investičních doporučení:

Vzestup z ruin

Proč by se mělo americké „betonové zlato“ znovu zhodnotit.

Optimální investice: **5 % portfolia**

Cílový výnos: **10 % p.a.**

Americký nemovitostní trh stále trpí následky subprime krize, nicméně situace se pozvolna uklidňuje. Ukazatel cen amerických nemovitostí index Case-Shiller počátkem letošního roku poklesl již pouze o 0,8 % oproti konci loňského roku, nová stavební povolení zaznamenala již dokonce nárůst z 682.000 na 717.000, což je více, než kolik trh očekával. Tolik nových povolení nebylo uděleno od roku 2008.

Růst amerického nemovitostního trhu signalizuje také vývoj indexu GPR/RBS US Top 30 REIT Property TR, který zobrazuje kurzový vývoj 30 největších investičních nemovitostních trustů v USA. Také naše strategie selektující vybrané americké REIT společnosti dokazuje, že se již vydělávat na americkém nemovitostním opět dá, zhodnocení této strategie od loňského ledna činí téměř 20 procent. Stejně tak NAHB index trhu s rezidenčními domy ukazuje, že zájem kupujících razantně stoupá, což dodává další prostor pro růst.

Předchozí pokles z roku 2008 byl bolestivý a odrazil se i na celosvětovém vývoji nemovitostí. Následky této krize dodnes nejsou překonány, ačkoli se nemovitostnímu trhu daří již lépe, alespoň to neznáčuje vývoj indexu US Top 30 REIT Property TR:

■ GPR/RBS US TOP 30 REIT PROPERTY TR INDEX



Prostor pro růst stále ještě přetrvává, aktuálně nastolený růstový trend trvající od roku 2009 sice loni zakolísal, po posledním růstu však pozvolna atakuje maxima z roku 2007, jejichž překonání by znamenalo možnost dalšího růstu.

Výhodný plyn

Proč by cena plynu mohla i nadále klesat.

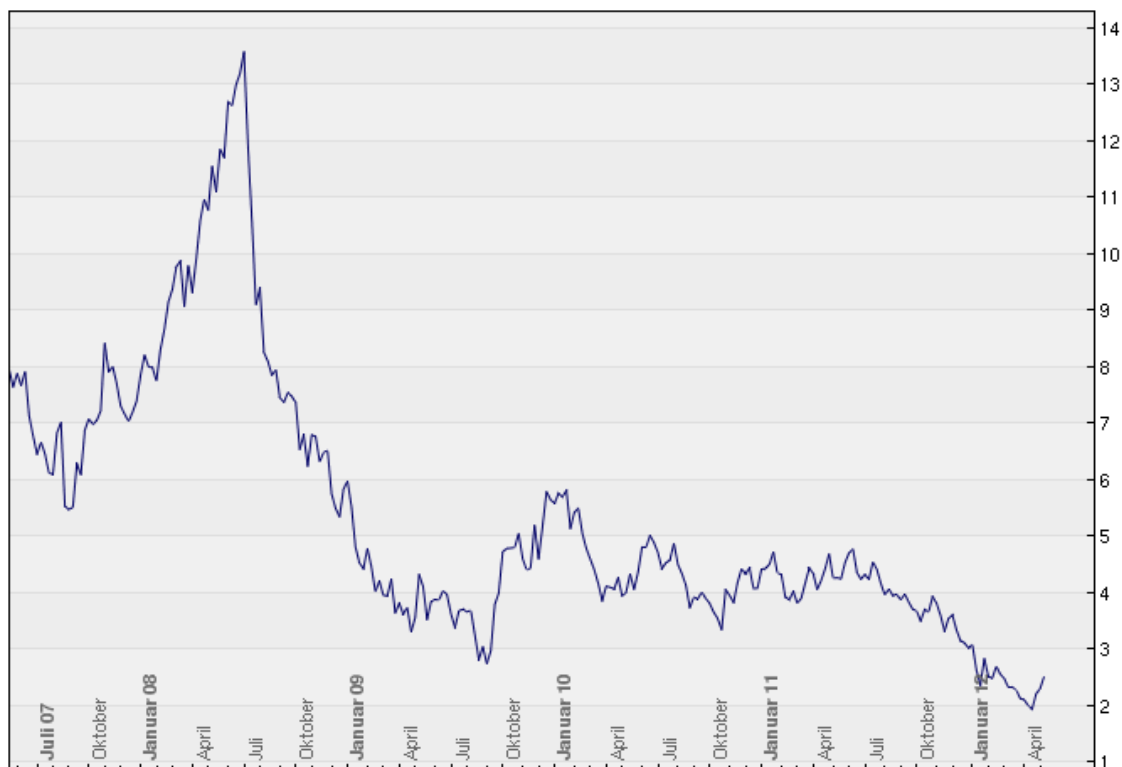
Optimální investice: **10 % portfolia**

Cílový výnos: **15 až 20 % p.a.**

Krátce po propadu ceny plynu pod 2 dolary se dění zhodilo býci a vyhnali cenu během necelého jendoho měsíce o zhruba 30 procent. I to však stačilo zatím pouze na návrat k úrovním z konce letošního února. Změnu trendu ve vývoji ceny plynu, která je stále 20 procent pod úrovní ze začátku letošního roku ale neočekáváme.

Důvodem pro pokračování spíše klesajícího trendu jsou především vysoké zásoby plynu v USA. Teplá americká zima a nízká poptávka vyhnali zásoby dle údajů EIA na rekordní úroveň. Produkce plynu navíc v loňském roce stoupla o 7,9 procenta, což je historicky největší nárůst. To vše dostalo kurz plynu do kolen a i v následující době bude cenu silně zatěžovat. Prognózy pro rok 2012 jsou rezantně snižovány napříč trhem.

Již několik let cena plynu klesá. Rekordní hodnota z roku 2008, kdy dosáhla úrovně ke 14 dolarům je již tak daleko, že už ani nemá cenu aktuální úroveň s těmito hodnotami srovnávat:



Od svého vrcholu kromě kratšího období na konci roku 2009 zná cena plynu pouze jeden směr. Ani poslední silný nárůst tak pravděpodobně nedokáže tento trend zlomit, naopak je cena plynu stále v klesajícím trendu, veškeré nárůsty jsou pouze krátkodobého trvání. To by se mohlo změnit pouze, pokud si plyn vybuduje solidní dno, které si dokáže po nějakou dobu obhajovat. Aktuálně je ale takový scénář zatím nepravděpodobný.

Vietnam

Pomalý návrat důvěry.

Optimální investice: **3 % portfolia**

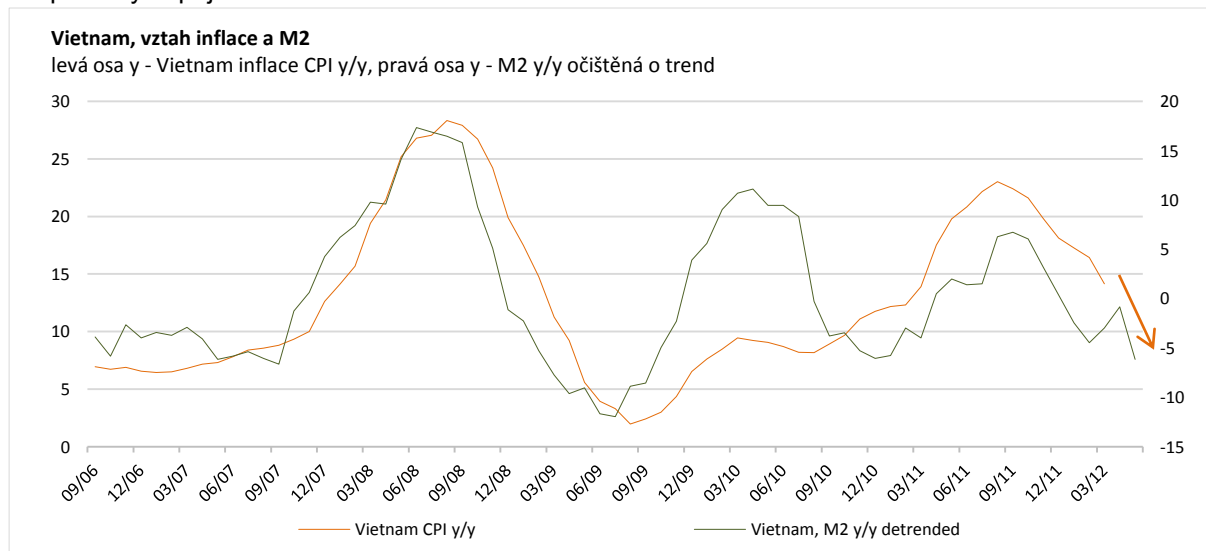
Cílový výnos: **15 až 20 % p.a.**

V minulosti zaznívaly silné hlasy, že Vietnam je na dobré cestě stát se jednou ze zemí se statutem podobným BRIC zemím. Ukázalo se však, že i přes rychlý ekonomický růst zůstala vietnamská ekonomika zaplavena celou řadou strukturálních nerovnováh a špatných ekono-mických politik.

To je pravděpodobně nejlépe ilustrováno skutečností, že zatímco většina asijských zemí v minulosti nechávala svoji měnu posilovat, aby brzdila inflační tlaky, vietnamská centrální banka byla kontinuálně nucena devalvovat, aby zamezila odlivu rezerv ze země a podpořila export.

Státem řízené podniky stále dominují významné části ekonomiky a občas se může zdát, že se ekonomická liberalizace změnila na jeden obrovský korupční mechanismus. Vietnam prochází stejnými strukturálními problémy jako Čína – nutností sladit potřebu ekonomické liberalizace se zájmy paranoidní komunistické strany udržet se u moci, nutností vymýtit korupci ve státním sektoru, zvýšit mobilitu práce a snížit znevýhodnění migrujících rolníků do průmyslového sektoru.

Za poslední půlrok však pozorujeme určité marginální zlepšení a kroky k větší stabilitě vietnamské ekonomiky. Státem řízené podniky by již neměly dostávat levnější financování než soukromý sektor, ani implicitní garance. Přísnější monetární politika pak rovněž začala přinášet své ovoce, když klesá tempo nových půjček a daří se i krotit inflaci.



Domácnosti ve snaze zabránit reálné devalvaci svých úspor aktivně přeskupují peníze mezi lokálním dongem, americkým dolarem a zlatem. Zásoby zlata ve Vietnamu jsou unikátní, tvoří 50 procent HDP. Úspory v dolarech pak dalších 15 procent HDP. Současný pokles cen zlata ve Vietnamu tak tedy odráží realokaci úspor domácností ze zlata do produktivnějších aktiv, velmi pravděpodobně do lokálního akciového trhu.

VNGOGD99 Bid 4.230 Ask 4.265

Index GP



Ten patří od začátku roku k nejlepším v regionu, když si přidal téměř 33 procent. Pokud bude inflace padat i dále (jak naznačuje s předstihem M2) a centrální banka si bude s nižší inflací moci dovolit i mírné uvolnění měnové politiky, pak by akciový trh mohl mít před sebou další růst. Valuace se dnes pohybují na cca 11x P/E, což patří historicky k levnějším násobkům.

VNINDEX 1472.87 +7.22

Index GP

At 09:17 Op 471.39 Hi 473.22 Lo 468.89



Pro běžné investory zatím příliš mnoho možností, jak za rozumných podmínek investovat do tohoto trhu, bohužel není. Z těch aktuálně dostupných investic bychom zmínili především dva indexové open-end tracker certifikáty, jeden nabízí Deutsche Bank a druhý RBS. Výhodou je absence manažerských poplatků, takže se jedná o nejlevnější dostupnou variantu. Nevýhodou je nutnost v čase monitorovat riziko emitenta. Druhou možností jsou dva burzovní obchodovatelné fondy ETF, jeden obchodovaný v eurech na německých burzách, druhý v amerických dolarech obchodovaný v USA. Tyto možnosti jsou nákladnější, je zde účtován manažerský poplatek ve výši nedelého jednoho procenta ročně, odpadá naopak nutnost monitorovat riziko správce fondu, cenné papíry i volné peněžní prostředky jsou odděleny od správce.

Čína uvolňuje svoji měnovou politiku

Centrální banka zdvojnásobila rozpětí vůči dolaru.

Optimální investice: **10 % portfolio**

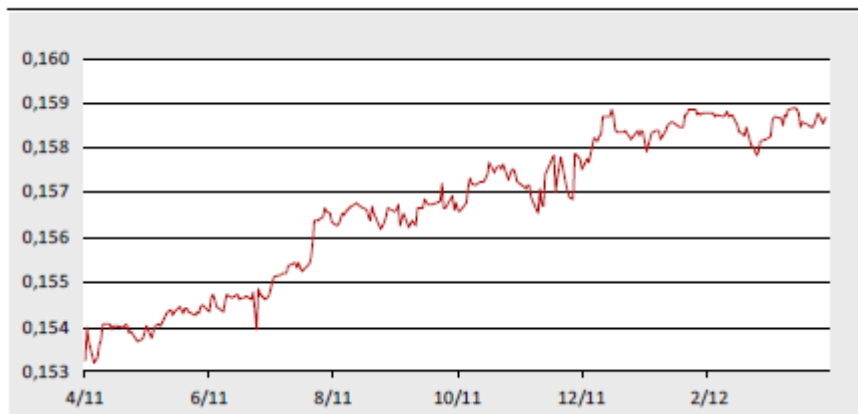
Cílový výnos: **5 až 7 % p.a.**

Čínská centrální banka uvolnila otěže svému juanu. Od poloviny dubna může čínská měna kolísat vůči americkému dolaru výrazně silněji než tomu bylo doposud. Nově bylo pro obchodování měnového páru juan/dolar stanoveno rozpětí ve výši jednoho procenta. V předchozím období se střední hodnota u tohoto měnového páru mohla odchýlit maximálně o 0,5 procenta. Ovšem i tak má čínská centrální banka stále možnost kurz své měny „zakotvit“.

Průmyslové země západního světa (především USA) obviňují Čínu z toho, že uměle drží měnovou relaci na velmi nízkých úrovních, a tím si zajišťuje konkurenční výhodu. Reformní opatření mohou znamenat určitý posun ovšem USA požadují po Číně další měnové reformy. Rozšířením fluktuačního pásma udělala vláda v Pekingu další krok směrem k volně obchodovatelné měně.

Současně chce Čína zlepšit postavení juanu v mezinárodním obchodování a tak posílit pozici své devizy jako možné alternativy k americkému dolaru. Za tímto účelem usiluje Čínská lidová republika o akceptaci úvěrů poskytnutých v čínské měně, obzvláště pak v tzv. emerging markets regionech. V budoucnosti by banky měly být schopny poskytovat úvěry také v čínské měně než pouze v amerických dolarech, jak tomu bylo doposud. Prozatím je stále největší část globálních obchodních transakcí zrealizována právě v dolarech.

CNY/USD



Investice bez rizika

Zvýšením cenového rozpětí je juan silněji vystaven vlivu tržních sil. Avšak rychlé posílení měny se v současnosti asi nedá příliš očekávat. Čínská obchodní bilance poklesla v prvním čtvrtletí téměř na nulu.

„Lidová republika“ patrně zaznamená nejslabší růst od 1990. Prognózy očekávají v letošním roce růst pouze ve výši 7,5 procenta. Pokud si někdo chce dlouhodobě vsadit na zhodnocení a tím i liberalizaci čínské měny, najde vhodný produkt v nabídce Morgan Stanley. Renminbi-dluhopis nabízí do své splatnosti (červenec 2015) 125procentní participaci na posilování juanu vůči americkému dolaru. U

tohoto dluhopisu jsou současná i potenciální rizika ošetřena formou ochrany kapitálu. Na konci doby trvání splatí emitent 100 procent z emisní hodnoty, který se aktuálně na trhu obchoduje za 93,47 procenta – tj. „pod parí“, nabízí tak garanci ve výši téměř 3 procent p.a. a i při stagnaci yuanu aktuální vývoj dluhopisu zajišťuje výnos dosahující téměř 4 % p.a. Na dalším posilování yuanu pak investoři participují i s pákovým efektem.

Pozn. Toto investiční doporučení bylo vytvořeno ve spolupráci se společností ZertifikateJournal.

Přehled investičních strategií:

Garant strategie

Nová strategie reaguje na vysokou poptávku investorů po bezpečnosti, jistotě, likviditě a garanci. Nabízí kapitálovou garanci, vysokou likviditu, flexibilitu a krátkodobější investiční horizont. Je řízena dle předem nastavených parametrů, využívá podklady napříč všemi třídami aktiv a skládá se z burzovně obchodovatelných garantovaných dluhopisových certifikátů či garantovaných opčních konstrukcí.

Optimální investice: **15 % portfolia**

Cílový výnos: **5 až 8 % p.a.**

Investiční profil: **garantovaný**

Investiční horizont: **libovolný**

Finanční krizi a s ní spojené výprodeje na kapitálových trzích mají investoři stále v paměti a není divu, že ve spojitosti s nynějšími problémy eurozóny se již hovoří o možné krizi nadcházející. V takových dobách investoři hledají především bezpečí investovaných prostředků. **Investiční strategie nabízí kapitálovou garanci, okamžitou likviditu a cílový výnos kolem 7 % p.a.**

Toho je dosaženo díky rolování nejatraktivnějších garantovaných investičních certifikátů na trhu. Při výběru certifikátů je rozhodujícím kritériem co nejnižší až záporná nadhodnota certifikátu a také růstový potenciál podkladového aktiva. Strategie totiž negarantuje pouze minimální výplatu vloženého kapitálu, ale také profituje z rostoucích kurzů podkladových aktiv. Těmito aktivy navíc nejsou pouze akcie či akciové indexy, ale také komodity či měny, čímž je dosaženo vyšší až úplné nezávislosti strategie na vývoji na kapitálových trzích. Pokud je do strategie zařazen certifikát, který negarantuje stoprocentní návratnost kapitálu při splatnosti, je vždy doplněn nákupem druhého certifikátu garantujícího takový výnos, aby při konečné splatnosti obou certifikátů bylo vždy docíleno minimálně navrácení celé vložené částky. V případě růstu podkladového aktiva a následného přerolování do nového atraktivnějšího certifikátu navíc dochází k uzamčení vytvořeného výnosu, o který již investor nemůže přijít, pokud bude nový certifikát držet do své splatnosti. Aby však bylo možné vytvořit dostatečné portfolio takových certifikátů, začíná **minimální investice do této strategie na 40.000 eurech.**

Veškeré certifikáty vybrané do strategie jsou však burzovně obchodované a tedy vysoce likvidní. Strategii je tedy možné kdykoliv a bez jakýchkoliv sankčních poplatků v průběhu ukončit a složené peníze mít kdykoliv k dispozici, čímž se strategie výrazně liší od klasických zajištěných fondů nabízených bankami, které si za předčasné výběry účtují vysoké poplatky. Přesto strategie dosahuje nejlepších výsledků na investičním horizontu 1 rok a více. Pokud však chce mít investor opravdu stoprocentní jistotu navrácení vloženého kapitálu, musí nakoupené certifikáty držet až do splatnosti, která se nejčastěji pohybuje mezi jedním až třemi roky. Strategie je tedy vhodná především k bezpečnému uložení dlouhodobých finančních prostředků a je tedy vhodnou náhradou klasických zajištěných fondů, termínovaných účtů či dlouhodobých spořicíh produktů.

Další popis strategie naleznete v předposledním vydání ZertifikateJournalu:

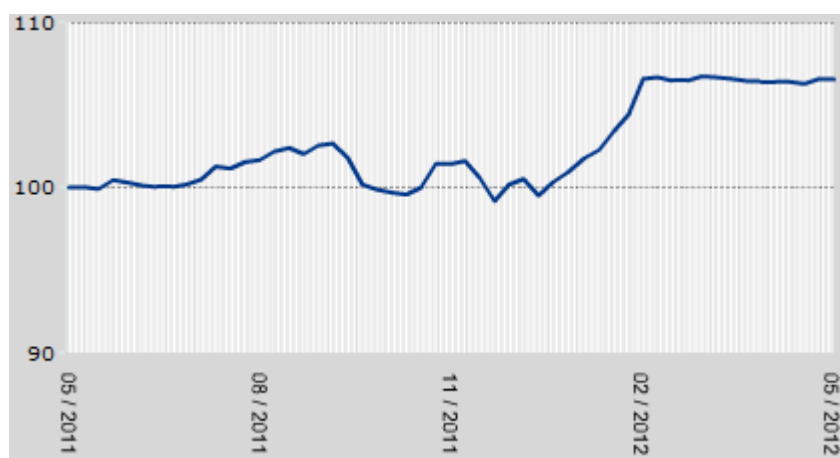
http://www.zertifikatejournal.cz/download/Investicni_strategie_GARANT.pdf

Aktuální vybrané podklady vhodné pro strategii Garant:

podklad	kurz	garance	splatnost	garance p.a.	stagnace p.a.
USDCNY	91,44	100	1151	2,84%	3,92%
EURUSD	111,4	110	333	-3,30%	4,03%
HICP - inflace	99,56	126,25	1855	4,72%	4,72%
EURAUD	100,12	109,2	1195	2,65%	4,55%
EuroStoxx 50	97,87	100	1687	0,46%	1,04%

Historická výnosnost: 8,1 % p.a. (k 4.5.2012)

Zhodnocení za posledních 12 měsíců: 6,5 % (k 4.5.2012)



Protect strategie

Nová strategie pro portfolia denominována v EUR, opět sestavována z investičních certifikátů, nabízí určitý kompromis mezi Garant strategií a Rolling bonus strategií. Je tedy cílena na konzervativní investory a její největší přidaná hodnota spočívá v tom, že v případě klesajících trhů participuje investor na propadech pouze z cca 25 %, zatímco na růstech inkasuje zhruba 75 % veškerých růstů. Další výhody spočívají v možnosti participovat na růstech okamžitě po předchozích propadech, investor tedy nemusí čekat, až se trhy vrátí na původní úroveň, aby mohl docílit výnosů. A nakonec je tu i uzamykání již dosažených výnosů.

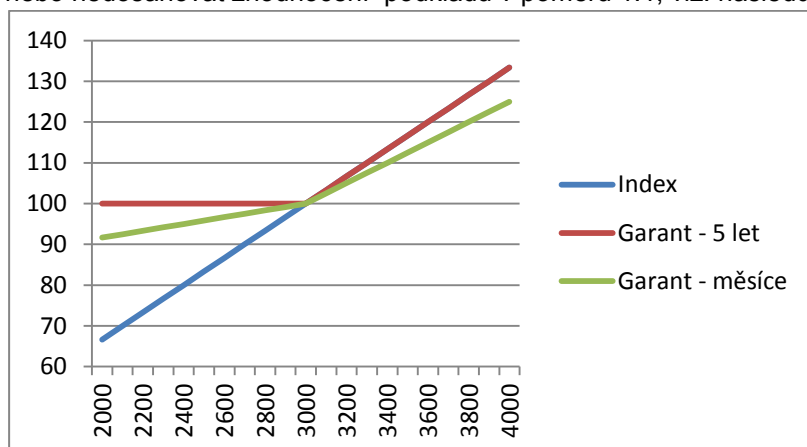
Optimální investice: **5 % portfolia**

Cílový výnos: **8 až 12 % p.a.**

Investiční profil: **konzervativní**

Investiční horizont: **libovolný**

Jak to vše funguje? Podkladem jsou garantované investiční certifikáty, které nabízí 100% garanci investovaného kapitálu při splatnosti a k tomu i neomezenou 100% participaci na růstu podkladového aktiva. Takové konstrukce se objevují v nabídkách emitentů od jara letošního roku čím dál častěji a většina těchto certifikátů je emitována na akciový index EuroStoxx 50. Tyto cenné papíry mají většinou pětiletou splatnost, takže pokud chce investor 100% garanci i 100% participaci, musí držet cenný papír až do splatnosti. Pokud chce však vyšší flexibilitu, nemá ani plnou garanci ani plnou participaci zajištěnu, v průběhu se může cena certifikátu pohybovat i pod původní hodnotou investice nebo nedosahovat zhodnocení podkladu v poměru 1:1, viz. následující graf:



Pro příklad je to vidět na reálném příkladu takového certifikátu při srovnání s pokladovým indexem:



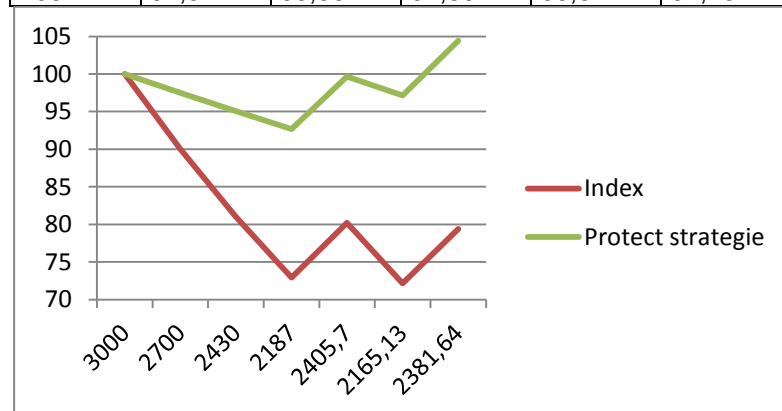
Ačkoli index EuroStoxx ztratil od počátku dubna zhruba 22 %, podkladový certifikát ztratil také a v tuto chvíli by investor nemohl prodat certifikát za plnou výši své investice, ale zároveň by nemusel realizovat celou 22% ztrátu indexu, neboť by 4 měsíce od emise ztrácel pouze 5 %. Směrem dolů tedy participuje investor i méně než z výše uvedených 25 %. Na druhou stranu při růstech indexu je participace v čase mnohem vyšší a dosahuje minimálně 75 % růstu indexu.

Nejvyšší přidanou hodnotu má však skutečnost, že emitenti tuto konstrukci nyní emitují průběžně v čase a tedy na různých hodnotách stavu indexu. To umožňuje aktivně přestupovat do různých úrovní v průběhu doby existence certifikátu. Pokud bude index klesat, můžeme „přerolovat“ do certifikátu s nižším strikem a participovat posléze na růstu od nižších úrovní více než u původního certifikátu výměnou za menší realizovanou ztrátu. Naopak při růstu lze „uzamknout“ dosažený zisk za pomoci přerolování do certifikátu s vyšším strikem, zde pro změnu výměnou za ně zcela 100% participaci na předchozím růstu indexu.

Stačí tedy i na klesajících trzích alespoň občasný krátký rostoucí trh, aby tato strategie byla schopna dosáhnout ziskovosti. Ukážeme si vývoj strategie na třech různých potenciálních scénářích budoucího vývoje. Tedy na scénáři spíše klesajících trhů s občasným růstem, dále na scénáři stagnujících trhů s kolísáním nahoru i dolů a na spíše rostoucím trhu s občasnými poklesy:

1.scénář – klesající trh

3000	2700	2430	2187	2405,7	2165,13	2381,64
100	90	81	72,9	80,19	72,17	79,39
100	97,5	95,06	92,69	99,64	97,15	104,43



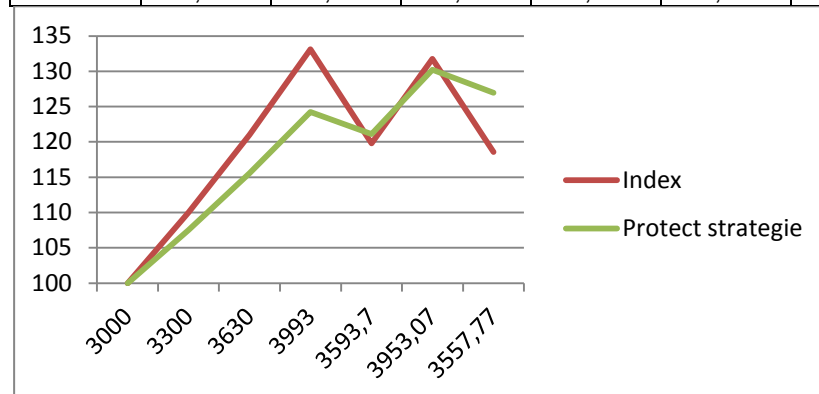
2.scénář – stagnující trh

3000	2700	2970	3267	2940,3	2646,27	2910,9
100	90	99	108,9	98,01	88,21	97,03
100	97,5	104,81	112,67	109,86	107,11	115,14



3.scénář – rostoucí trh

3000	3300	3630	3993	3593,7	3953,07	3557,77
100	110	121	133,1	119,79	131,77	118,59
100	107,5	115,56	124,23	121,12	130,21	126,95



Nevýhoda strategie by byla pouze v permanentním růstu, kdy by nedokázala dosáhnout plné participace na růstu podkladového aktiva a jediný ztrátový scénář by mohl nastat v případě permanentně klesajících trhů, kde by však ztráta byla pouze zlomkem ztráty na podkladovém aktivu. Ve všech ostatních scénářích bude strategie zisková a zároveň v čase tímto rolováním a uzamykáním růstu překoná výnosnost pokladového aktiva a to při zlomkové volatilitě ve srovnání s volatilitou podkladu, což znamená vyšší středně- až dlouhodobé výnosy při nižším riziku.

Strategie je v současnosti realizovatelná víceméně pouze na indexu EuroStoxx 50, nicméně se objevují i první vlaštovky s komoditními podklady (např. zlato) a občas i emise s touto konstrukcí na měnové trhy. Časem by tak mohla být strategie diverzifikována i do různých tříd aktiv, ale svou přidanou hodnotu v čase jednoznačně prokáže i na jediném podkladu.

Strategie je vhodná pro všechny typy investorů od konzervativního profilu až po dynamický, nicméně i přestože je sestavována z garantovaných certifikátů, není tato strategie sama o sobě garantovaná a není tedy vhodná pro investory, kteří požadují 100% garanci investovaného kapitálu.

Zjednodušený popis strategie naleznete v předposledním vydání ZertifikateJournalu:

http://www.zertifikatejournal.cz/download/Investicni_strategie_PROTECT.pdf

Rolling Bonus

Investiční strategie založená na rolování nejatraktivnějších bonusových certifikátů na trhu.

Optimální investice: **15 % portfolia**

Cílový výnos: **15 až 25 % p.a.**

Investiční profil: **vyvážený až dynamický**

Investiční horizont: **střednědobý až dlouhodobý**

Vybírané podklady musí splňovat podmínky stabilního fundamentálního i technického vývoje, určité minimální úroveň dividendového výnosu, případně i volatility. Hlavními parametry samotných bonus certifikátů jsou minimální ochrana kapitálu ve výši 15%, bonusový výnos minimálně 10 % p.a., minimální nadhodnota a doba do splatnosti maximálně 18 měsíců.

Výhody strategie Rolling Bonus:

- kopíruje výnosy při růstu akciového trhu a současně nabízí ochranu proti propadům
- překonává tak výnosnost akciového trhu díky průběžnému inkasování bonusů
- možnost investici kdykoliv ukončit bez jakýchkoliv sankčních poplatků
- nízké transakční poplatky
- pravidelné přizpůsobování aktuální tržní situaci
- rolováním se průběžně upravuje jak bariéra, tak bonusová hranice
- daňová optimalizace (po uplynutí daňového testu se výnosy nedaní)
- garantované každodenní nákupní i prodejní kurzy na burze i u bank

Aktuální vybrané podklady pro strategii Rolling Bonus:

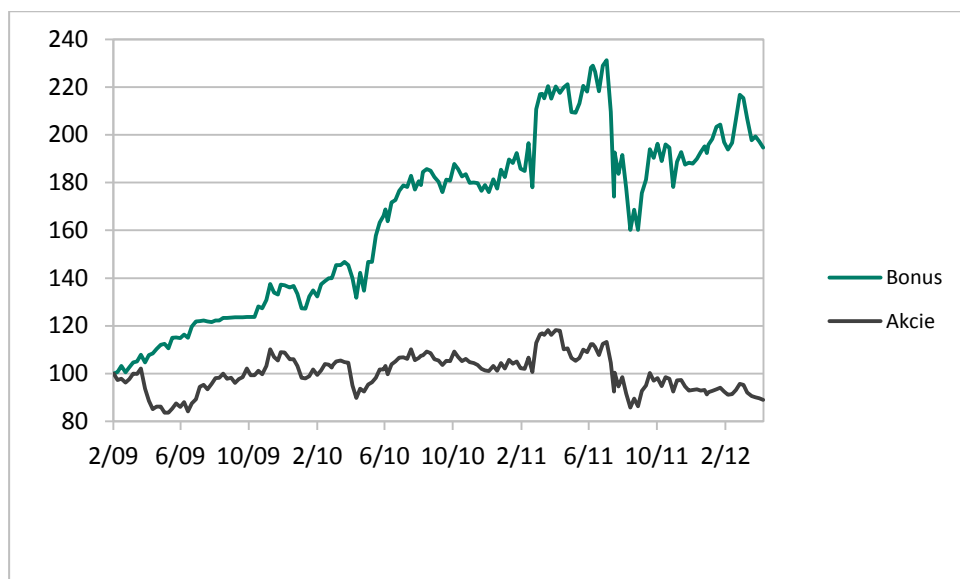
Podklad	Dní	Bonus p.a.	Ochrana
RDX	141	25,71%	24,66%
HSCEI	596	12,69%	32,32%
DAX Reverse	232	11,41%	15,37%
Reverse cap Copper	323	17,48%	18,96%

Historická výkonnost strategie Rolling Bonus na vybraných podkladech na základě reálných pozic držení našimi klienty:

Deutsche Telekom

Akcí telekomunikačních společností jsou díky vysokým dividendovým výnosům stabilně nejlepšími podklady pro rolování bonusových certifikátů. Při výběru akcie Deutsche Telekomu hrála vysokou roli také vysoká volatilita kurzu, která s dividendovým výnosem okolo 8 % p.a. stále umožňuje vynikající parametry bonusovým certifikátům. Díky tomu také **naše strategie od února 2009 překonává výnos z držení samotné akcie o více než 100 %!**

Graf: Porovnání výnosu z držení akcie oproti aktivní strategii Rolling Bonus



Další popis strategie najdete v ZertifikateJournalu, ke stažení zde:

http://www.zertifikatejournal.cz/download/Investicni_strategie_Rollig_Bonus.pdf

Expresní strategie

Vysoká volatilita a panické výprodeje na trzích = ideální prostředí pro Express certifikáty.

Optimální investice: **15 % portfolia**

Cílový výnos: **10 a více % p.a.** (desítky až stovky % p.a.)

Investiční profil: **vyvážený až dynamický**

Investiční horizont: **libovolný (většinou střednědobý)**

V názvu tohoto doporučení se sice objevuje pojem strategie, jedná se však spíše o využití příležitostí v podobě „podhodnocených“ Express certifikátů v době vysoké volatility a panických výprodejů. V takové době emitenti u některých expresních certifikátů, které jsou buď vyprodané nebo naprostá většina emise je již v držení investorů, se používá ocenění černých scénářů, které předpokládá, že již nedojde k předčasnému splacení certifikátu a v podstatě již oceňuje pouze zero strike call opci na vybrané podklady (tzn. hodnotu podkladů bez budoucích dividend či úroků).

To umožňuje nákupy papírů s výraznou podhodnotou a tím i ochranou proti dalším propadům na kapitálových trzích. A v případě uklidnění situace na trzích dochází rychle ke srovnání pricingu a ocenění i možnosti předčasného splacení s express výnosem či konečného splacení za nominální hodnotu. Výsledný profil tedy nakonec díky podhodnotě vypadá tak, že směrem dolů jsou ztráty menší než ztráty na podkladu, při stagnaci podkladu už bude certifikát ziskový kolem 10 až 30 % a v případě odrazu ode dna směrem nahoru naopak vydělává nadproporcionálně vzhledem k podkladu.

Takto oceňovaných certifikátů však na trhu nenaleznete mnoho, nám se v průběhu srpna podařilo nalézt šest certifikátů splňujících takovýto investiční profil. Pro ukázkou si situaci představíme na nejkratším Expressu se splatností již 16. září a který má jako podklad japonská akciový index Nikkei.



Na grafu je jasně vidět změna ocenění certifikátu ze 17. na 18. srpen. Všimněte si jen mírného propadu indexu (červená linie), ale obrovského propadu hodnoty certifikátu. Co způsobilo změnu ocenění? Výprodeje ze strany investorů, dole pod grafem je vidět, že 18. srpna investoři prodali ve Stuttgartu 200 tisíc kusů, ve Frankfurtu pak dalších 50 tisíc, mimoburzovní statistiky k dispozici nemáme. Emitent rychlou změnou ocenění dostal další investory pod tlak, kteří v panice certifikát vyprodávali a dál tak sráželi ocenění níž a níž. V závěru dne však hodnota kolem 48 EUR nabízela z pohledu výplatního vzorce certifikátu a krátké splatnosti extrémně atraktivní podmínky vstupu. Index Nikkei se pohyboval na úrovni kolem 8.800 bodů a rozhodný den pro splatnost byl 16. září. Index

skončil opět na téměř stejné úrovni kolem 8.800 bodů, kde jsme investici otvírali, certifikát byl však splatný za 56 EUR, oproti nákupu za 48 EUR tedy se ziskem zhruba 17 % za měsíc, aniž by se podklad pohl z místa. Celkově tedy je na příkladu jasně vidět mechanismus Express strategie: výše ochrany proti dalším propadům, takže směrem dolů buď ještě nějaký zisk zůstává nebo jsou při nejhorším ztráty minimalizovány, při stagnaci je již dosaženo atraktivního výnosu a při odrazu směrem nahoru mohou být výnosy dokonce astronomické.

Je tedy potřeba zachovat chladnou hlavu, porovnat si ocenění certifikátu s výplatním vzorcem při splatnosti a pokud je výsledný profil podobný jako ve výše zmíněném příkladu. Pro nás tedy velice atraktivní rychlý zisk, ale i přesto emitent na těchto změnách patrně vydělá mnohem více, než na nás prodělal. Jestliže jen na burzách ten den „donutili“ prodat investory 250.000 kusů při podhodnocení o zhruba 10 EUR z kusu, tak si emitent mohl přijít až na 2,5 milionu EUR (kdo prodal ráno 18. srpna, tak prodělal ještě minimum, kdo večer, tak prodělal zbytečně navíc celých 10 EUR z kusu, podhodnocení se totiž zvyšovalo v průběhu dne), které vytáhl z kapes v panice prodávajících investorů. To, že někdo na takové příležitosti vydělá kolem 100.000 EUR tedy emitenta nakonec příliš trápit nemusí.

Emitent takto může postupovat v případech certifikátů, které jsou buď zcela vyprodány a nelze je tedy již zakoupit nebo je prodáno téměř vše. Při panických výprodejích investoři zavírají své pozice za každou cenu a emitent může na změně ocenění vydělat na rozdílu, pokud nabídne cenu nižší než férovou. Neudělá to však u certifikátů, kterých lze ještě zakoupit na trhu velké množství, protože by riskoval, že pokud někdo podhodnocené ocenění odhalí a nakoupí ve velkém, může tak vydělat právě na úkor emitenta. To je hlavní důvod, proč jsme zatím našli pouze šest certifikátů, jejichž ocenění nabízí takto atraktivní profil a vysoké podhodnocení. Tyto příležitosti jsou tedy ideálním investičním nástrojem v době krizí, vysoké volatility a panických výprodejů. Stejně příležitosti se naposledy objevovaly právě na konci roku 2008 a začátku roku 2009 (jako byl BRIC Express WKN: BN1AU0 nebo Relax Express WKN: CS0AL8). V poklidných obdobích jsou takovéto příležitosti téměř vyloučeny.

Aktuální vybrané podklady pro Express strategii:

Název	Férová cena	Aktuální	Podhodnota
Index	125,98	115,29	-8,5%
Two assets	58,78	46,48	-20,9%
EUR/TRY	98,49	87,80	-10,9%

Další popis strategie najdete v ZertifikateJournalu, ke stažení zde:

http://www.zertifikatejournal.cz/download/Expresni_strategie.pdf

Strategie na zemní plyn

Tržně neutrální strategie hedgující dlouhé akciové pozice u těžařů plynu skrze short pozici ETF:UNG.

Optimální investice: **10 % portfolia**

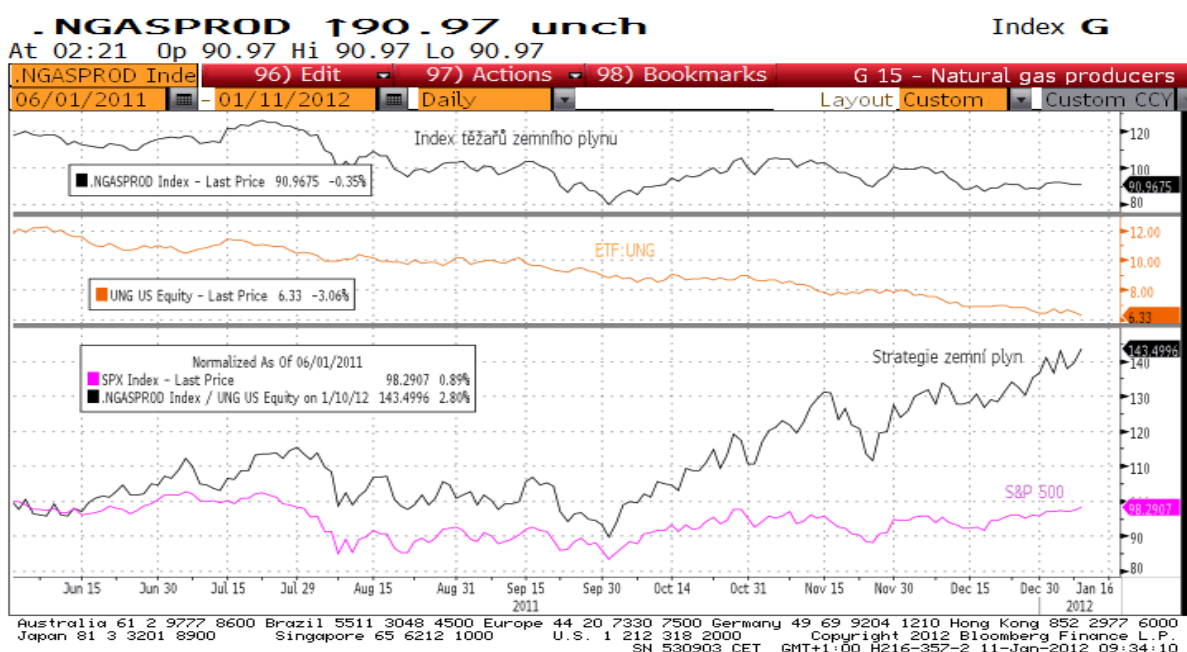
Cílový výnos: **15 až 20 % p.a.**

Jedná se o tržně neutrální strategii, která skrze short ETF:UNG těží z neefektivit při rolování futures kontraktů (kontanga). Zároveň strategie skrze long pozici v akciích těžařů sází na rostoucí význam zemního plynu, jakožto levné energetické suroviny v USA.

Kombinací long-short pozic tak efektivně vzniká strategie částečně neutralizující vývoj ceny zemního plynu, ale participující primárně na růstu objemu těžby. Strategie nakupuje vybrané akcie producentů zemního plynu a naopak shortuje ETF rolující každý měsíc futures kontrakty. V případě, že půjde cena zemního plynu nahoru, budou producenti vydělávat více a jejich akcie půjdou vzhůru, ETF na plyn také poroste, ale bude v čase sráženo o náklady na rolování futures kontraktů, což bude tvořit zisk ze strategie. V případě že cena plynu půjde dolů, bude to mít negativní vliv na koupené akcie, ale na shortu ETF budeme vydělávat nejen na propadu ceny plynu, ale navíc opět i na nákladech na rolování futures kontraktů.

Strategii sledujeme z hlediska absolutní ceny zemního plynu, velikosti kontanga a dynamiku nabídky a poptávky zemního plynu. Současné ceny zemního plynu na USD 3/MMBtu jsou dle našeho názoru již příliš nízké a v absolutním vyjádření pravděpodobně níže příliš nepůjdou. Zisky tak budou generovány primárně samotným kontangem. Ke strategii jsme zpracovali samostatný dokument, který jsme samozřejmě v případě zájmu ochotni poskytnout.

Jelikož strategie dobře performovala zejména v posledním kvartále 2011, je možné, že dojde ke krátkodobé korekci. Proto bychom v současné chvíli doporučovali pozici rozdělit na 2 poloviny, s tím že druhá část prostředků by byla doalokována při korekcích.



Syntetický „covered call“ na těžaře mědi

Ačkoliv se těžba mědi dostala v posledních letech do deficitu, měď samotná zůstává velmi dobrým indikátorem ekonomické aktivity. A vzhledem k problémům Eurozóny nečekáme její výrazné posílení.

Optimální investice: **5 % portfolia**

Cílový výnos: **5 až 15 % p.a.**

Měď, jakožto hlavní průmyslový kov, je velmi dobrým barometrem globální ekonomické aktivity. V prostředí, kde fiskální šetření v Eurozóně si nesporně vybírá svoji daň na straně světové agregátní poptávky a kde Čína musí revidovat svůj model růstu doposud taženého především infrastrukturním boomem s významnými otázkami na straně kvality alokace kapitálu, je dle našeho názoru prostor pro další růsty ceny mědi značně omezený.

Na základě prosincové analýzy společnosti Nomura poroste poptávka po mědi v roce 2012 o 4% p.a., což odráží především výši a strukturu růstu globálního HDP.

Pokud se podíváme na současnou a zejména pak budoucí nákladovou křivku mědi, pak spotové ceny mědi vyšší než USD 6.700/t jsou incentivou pro těžaře reinvestovat cash flow do rozšiřování těžebních kapacit. Téměř veškeré společnosti mají nyní organické plány pro zvyšování těžby. Nová nabídka však není bez rizik a je časově náročná. Nabídka je nadále zasahovaná odklady v projektech a politickou nestabilitou v zemích těžby. Růst nabídky zaostal během posledních několika za plány společností a za očekávání především z důvodu kombinace několika faktorů, tj. zpoždění v projektech, pokles výtěžnosti rud a diskontinuity těžby z důvodu živelných katastrof, stávek, či politických problémů.

Bilance mezi nabídkou a poptávkou v roce 2012 by měla ponechat trh v primárním deficitu ve výši 454kt, což představuje tlak na pokles světových zásob o 20% z 2500kt na 2100kt. Vztah mezi plány produkce a očekávanou poptávkou by však již měl tento primární deficit v roce 2013 vyrovnat téměř na nulu (-69kt).

Nacházíme se tedy v situaci, kde existují tlaky pro pohyb na obě strany (krátkodobé tlaky pro růst z titulu aktuálního deficitu a dlouhodobější tlaky pro pokles či stabilizaci cen mědi z titulu vyrovnání nabídky a poptávky).

Toto je dle našeho názoru situace, kdy by se měď měla pohybovat s vysokou pravděpodobností v pásmu 6.000 – 8500 dolarů za tunu, tedy zhruba v pásmu let 2006-2008 a roku 2010.

Dalším zajímavým parametrem vstupující do této investiční strategie je skutečnost, že akcie těžařů dnes implikují dlouhodobé ceny mědi na úrovni USD 5.300/lb, tj. zhruba 25% pod nejvzdálenějším (10 let) futures kontraktem na měď. Firmy by tak v podstatě dnes mohli zahedgovat svoji produkci do budoucna a zajistit si zisk a vyšší valuace.

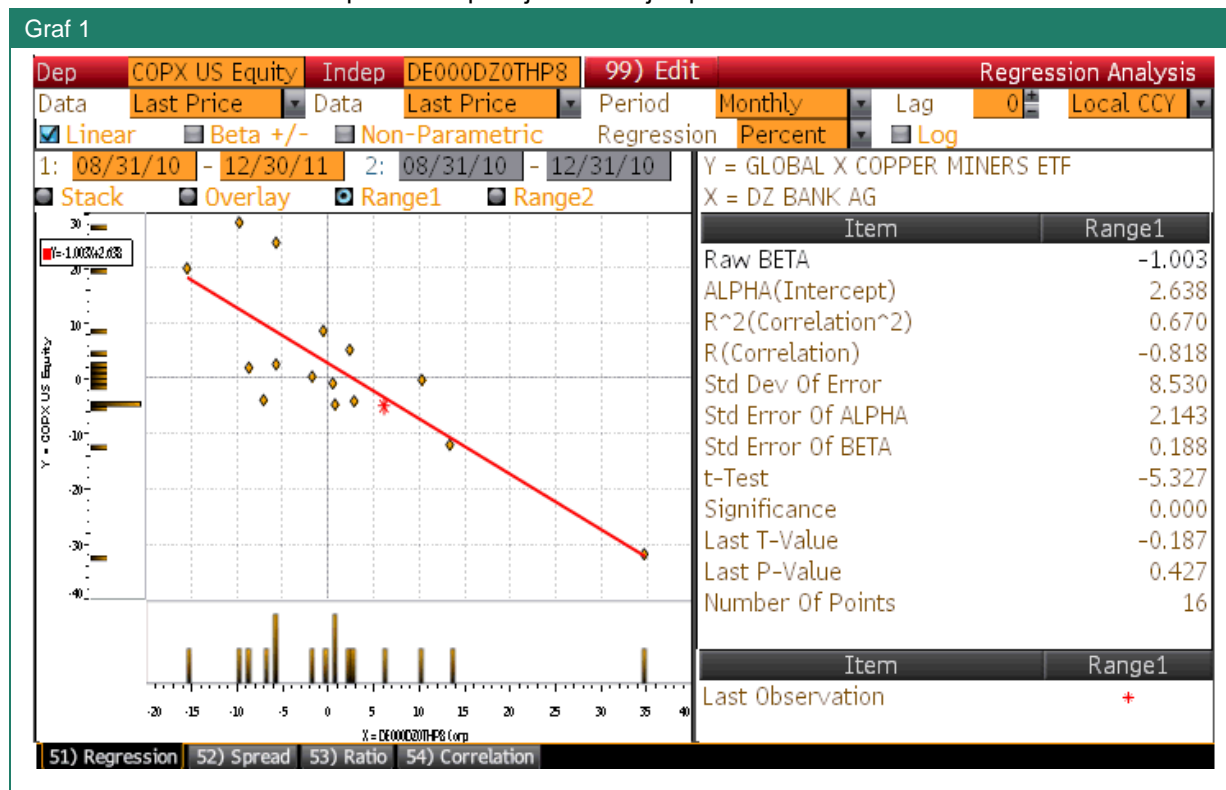
Pokud tedy vyjdeme z předpokladu, že producenti mědi jsou dnes zhruba o 25% podhodnocení a měď by měla zůstat během příštího roku zhruba nad úrovní USD 6.000/t a pod pásmem USD 8.500/t, pak lze sestavit poměrně jednoduchý syntetický covered call, kdy kombinujeme dlouhou pozici v ETF portfoliu globálních těžařů mědi a reverse bonus certifikátu na měď od DZ Bank.

Navrhovaný reverse bonus certifikát má následující parametry:

- a) Pokud cena mědi nepřesáhne do poloviny srpna úroveň USD 11.500/t (tj. 33% od současné ceny), pak dojde k výplatě zisku +14,2 % na p.a. bázi. Pokud by během doby držení došlo k proražení této hranice, došlo by ke ztrátě 41 %.

Pokud by došlo na mědi k propadům, pak by tento certifikát chránil ve finále pouze do výše zisku / bonusu, tj. zhruba do výše USD 6.911/lb. To je dle našeho názoru ovšem v rozporu s fundamenty mědi.

Kombinace obou dvou titulů pak zabezpečuje následující profil.



Závislost obou titulů je silná (korelační koeficient 82%) a na měsíční bázi se pohybují téměř přesně ve stejném vektoru (beta = 1). Existuje zde i pozitivní alfa (akumulovaný zisk dokud se drží měď v pásmu USD 6.911 – 11.500/t, či také výnos z rozpadu časové hodnoty certifikátu).

V případě, že by investor byl více bearish na makrosituaci, pak bychom doporučovali pozici long těžařů mírně „přehedgovat“, tj. například kupovat reverse bonus certifikát vůči těžařům v poměru 1,8 ku 1.

Long zlato

Dokud se budou reálné úrokové sazby pohybovat v záporných číslech a centrální banky budou podporovat opulentní vládní rozpočty monetizací dluhu, pak má zlato významnou roli v portfoliích investorů.

Optimální investice: **5 % portfolia**

Cílový výnos: **10 až 20 % p.a.**

Zlato je fenoménem posledních deseti let, když jeho výkonnost jasně překonala téměř všechny ostatní třídy aktiv. Investor do zlata si však musí klást zásadní otázky, zda zlato již nedosahuje bublinových hodnot, zda tento trend bude pokračovat a jaká je férová hodnota zlata.

Jelikož zlato má prakticky nulovou duraci, tj. nepřináší během držby žádné cash flow, je nemožné jej ocenit výnosovými metodami. Průmyslová poptávka po zlatě je téměř zanedbatelná. Jediný model, který odpovídá povaze zlata, je náhled na zlato jako na měnu a uchovatele hodnoty. Víme, že marginální cena produkce je 600 USD za unci, musí tedy existovat zhruba 1.000 USD put opce na Fed, ECB a ostatní centrální banky kvůli jejich monetární politice.

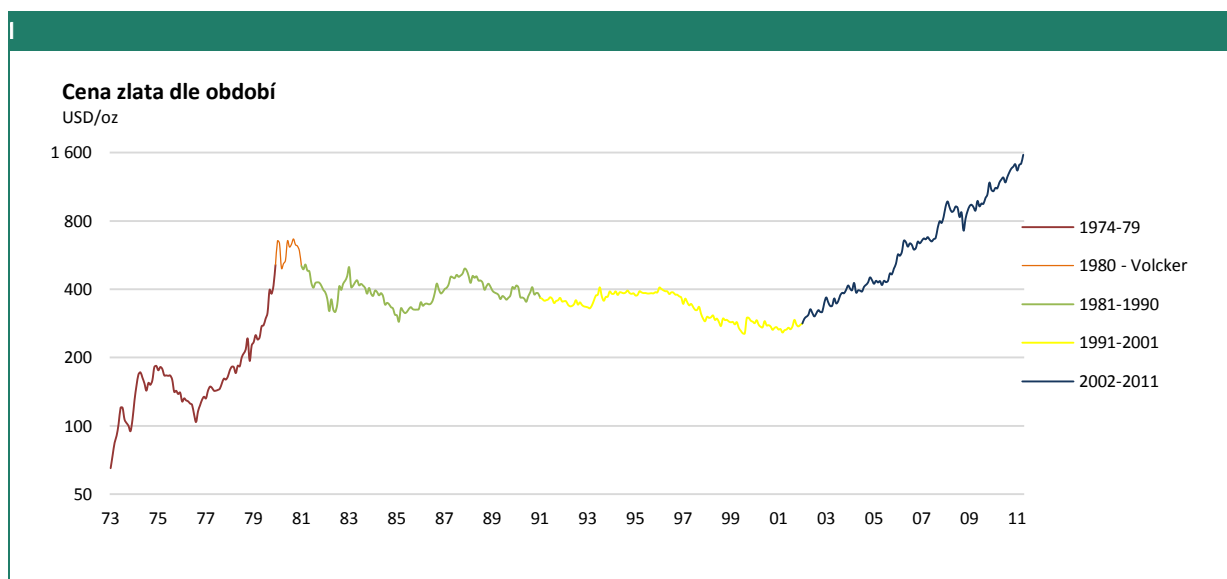
Abychom pochopili hnací faktory vývoje ceny zlata, podrobili jsme časovou řadu cen zlata statistické analýze. Z výsledků plyne, že hlavním dlouhodobým faktorem za posledních 40 let je a) **úroveň reálných úrokových sazeb** daná očištěním tříměsíčních úrokových sazeb o inflaci. Dnes je ve většině vyspělých zemí světa tato úroveň záporná, což znamená, že úspory střadatelů fakticky v bance ztrácí svoji reálnou hodnotu. Vyjádřeno ve finanční terminologii měnových spekulantů – úrokový diferenciál roste ve prospěch zlata jakožto měny.

Výsledky regresní analýzy dále ukazují na **významnost změn temp inflace a pohybu v úrovni amerického dolaru**.

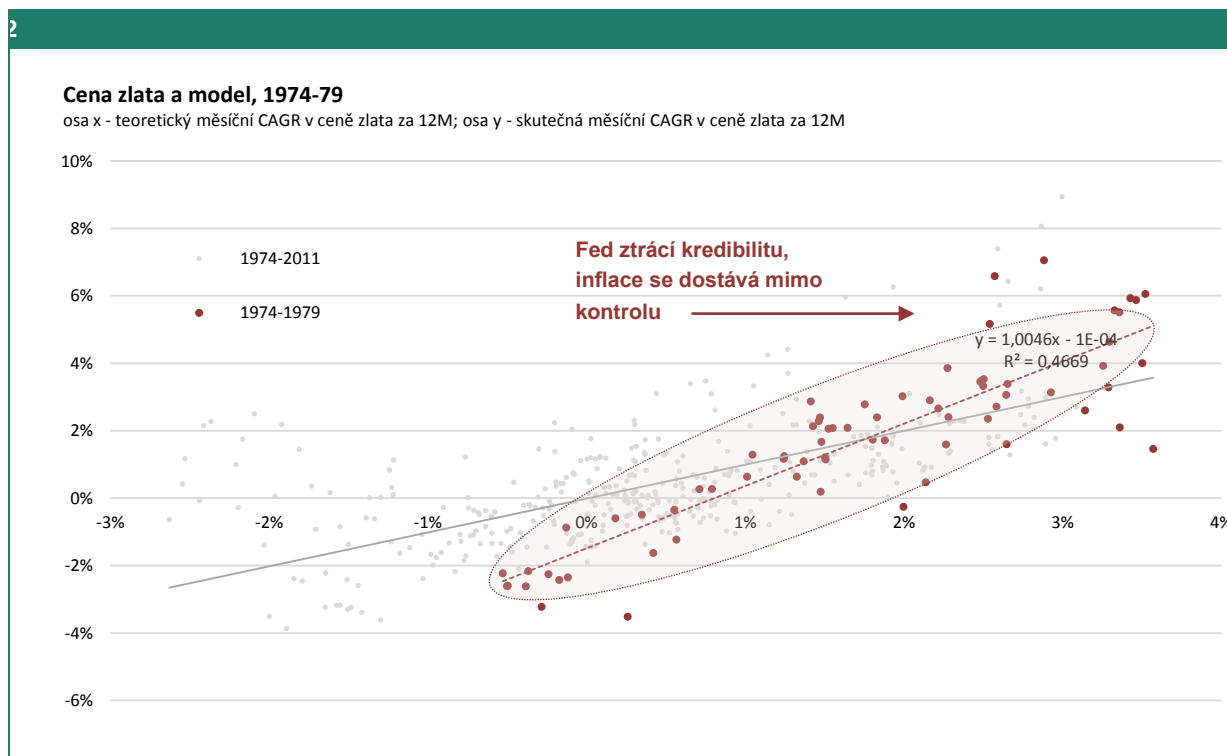
Celková regresní rovnice roční návratnosti ceny zlata pak je:

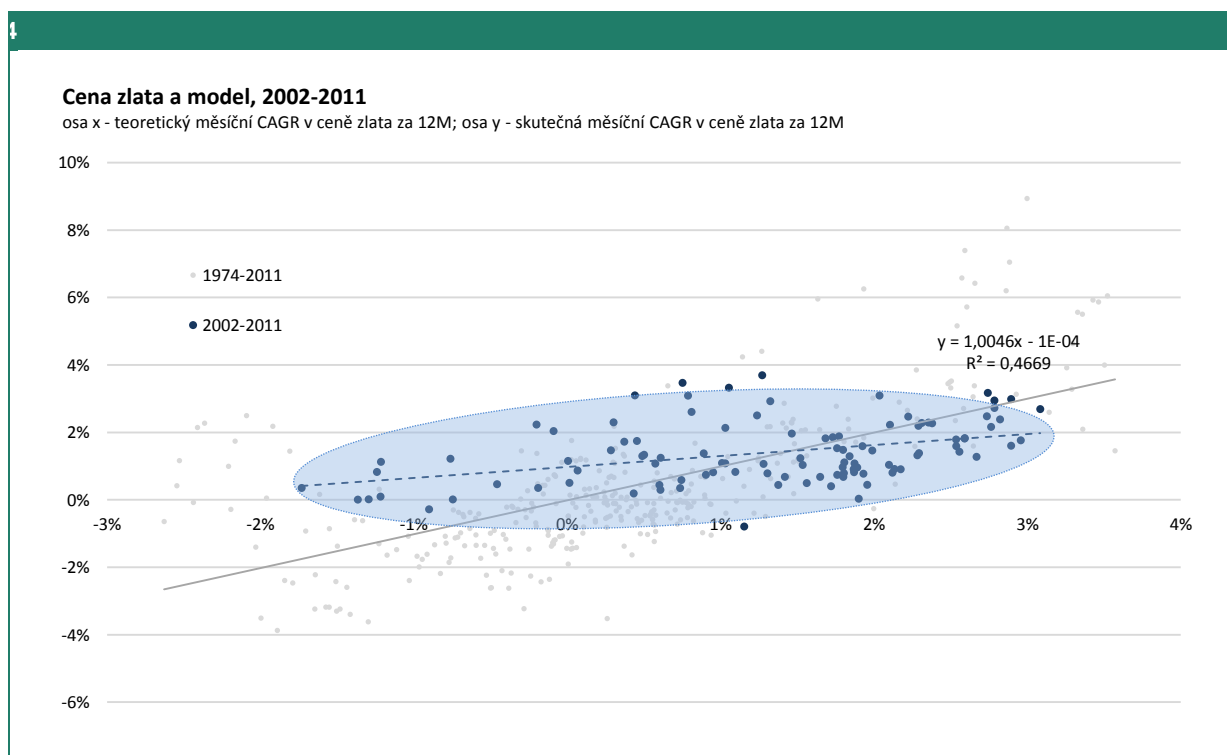
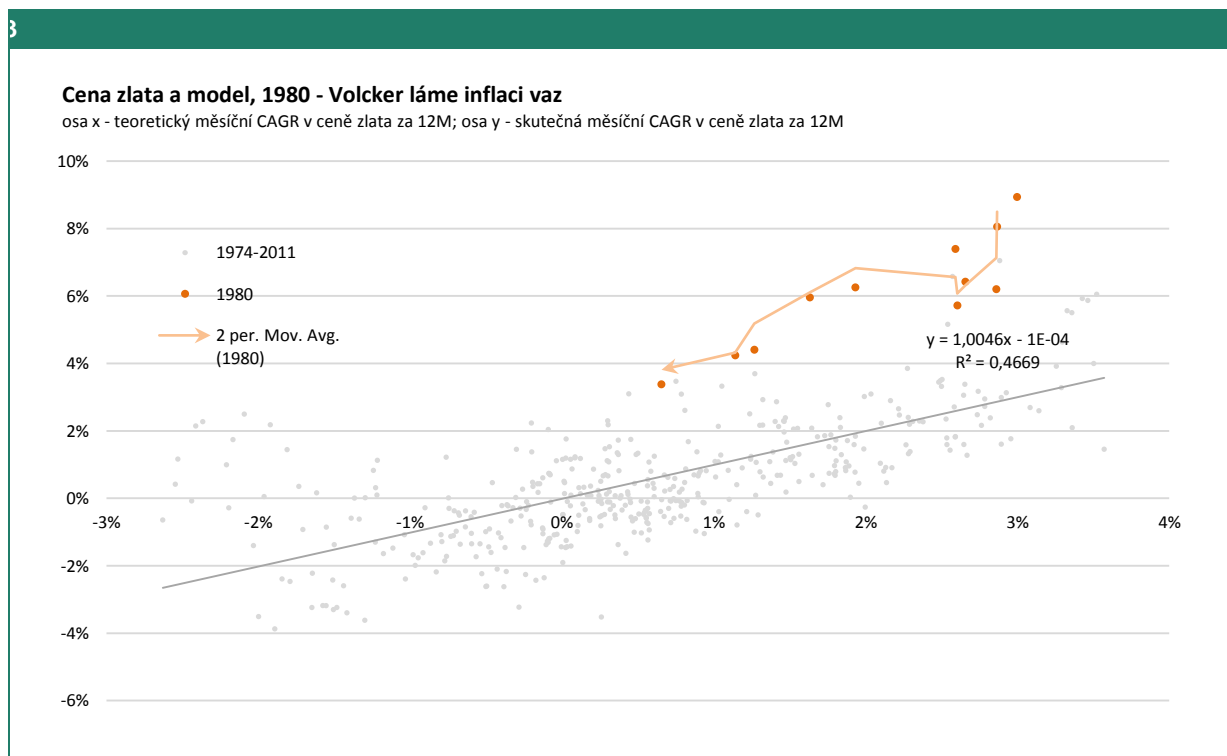
Očekávaný roční výnos = $[1,12\% - 0,261\% * (3M\ T\text{-}Bill - CPI\ r/r)_{12M\ \text{průměr při 7M budoucích a 4M historických}} + 0,299\% * (CPI_T - CPI_{T-1}) - 0,678 * \text{Měsíční CAGR v širokém indexu ceny dolar}_{12M}]^{12}$

Pokud se podíváme do nedávné historie, vývoj ceny zlata lze rozdělit do několika period. Od roku 1973 do 1979 bylo Keynesiánství v plném proudu a centrální banky pomáhaly monetizovat vládní výdaje. Nahradte si Millera a Burnse za jména Bernanke a Greenspan a jsme v současném světě. Rok 1980 bylo období, kdy Volcker zvedl masivně úrokové sazby – tehdy byla zlatá mánie natolik zakořeněná, že trvalo několik měsíců, než se cena zlata zlomila a začala klesat. Období 1981-1991 a 1991-2001 se neslo ve znamení Volckerova odkazu, reálné sazby byly kladné a zlato zkorigovalo zpět ke 300 dolarům za unci. Od roku 2000 funguje v ekonomice tzv. Greenspanův a později Bernankeho put, kdy jakýkoliv pokles na burze je doprovázen masivním snížením sazeb a ujištěním se, že na meziroční bázi všechno roste.

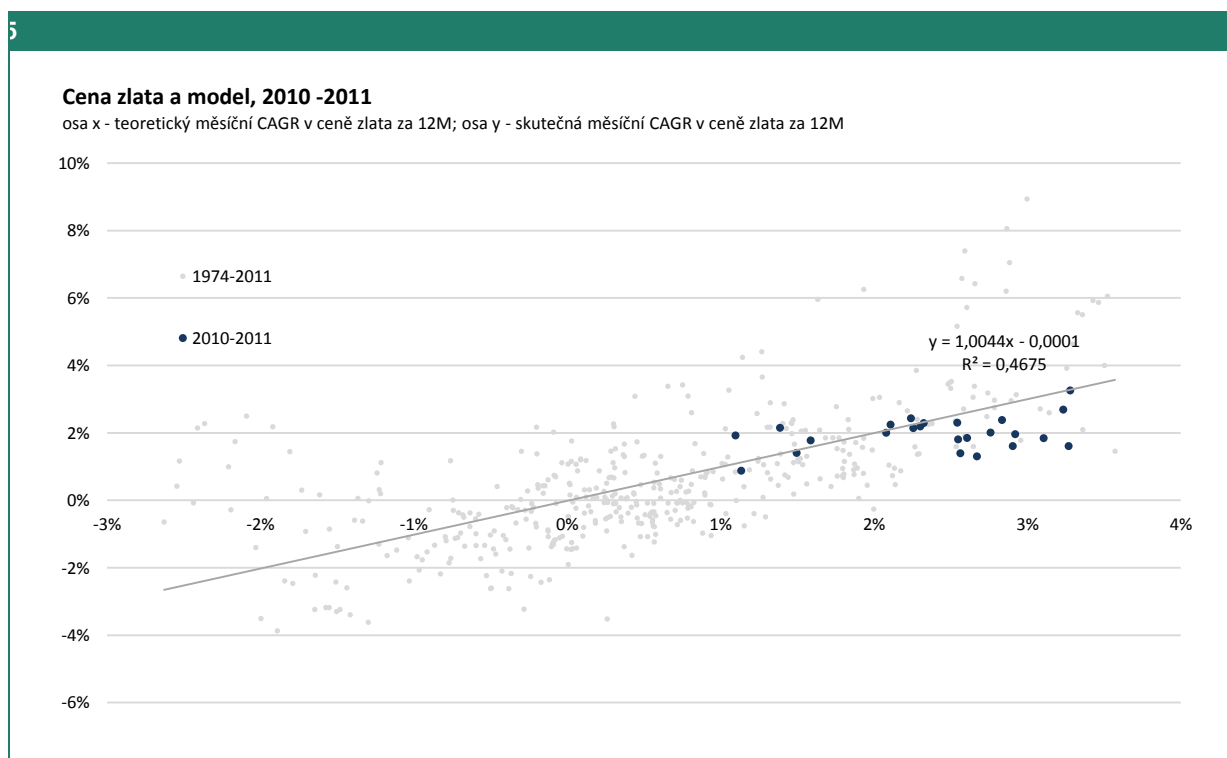


Rovněž se můžeme podívat na vývoj v rámci jednotlivých období separátně a porovnat je s modelem.





A v neposlední řadě i vývoj v posledních dvou letech.



Pokud na základě tohoto modelu vezmeme v potaz odhadovaný vývoj úrokových sazeb, inflace a dolaru docházíme ke střední hodnotě ročního zhodnocení zlata zhruba na úrovni 15% p.a. Toto číslo se samozřejmě mění na denní bázi, neboť i vstupy do modelu jsou variabilní a odhady faktorů odráží ekonomický výhled. Přesto pokud nedojde k naprostému ekonomickému kolapsu v Eurozóně (to by implikovalo deflaci a dočasný pokles zlata stejně jako v roce 2008), naše míra přesvědčení, že zlato v tomto roce vykáže dvouciferné výnosy, je velmi vysoká.

Výše uvedený model je převážně dlouhodobý a je založen na 12ti měsíčních vyhlazených průměrech. Na krátkodobější bázi měsíců pak monitorujeme celou řadu indikátorů, které nám dávají signály o krátkodobém vývoji. Jedná se především o sledování bilančních rozvah centrálních bank, neboť pokud na trzích vyschne likvidita, někteří investoři jsou nuceni odprodávat svoje pozice ve zlatě či dochází k posilování dolaru. Dále pak sledujeme indikátory ekonomické a cenové aktivity, rychlosti obratu peněz, pozice hedge fondů a rovněž využíváme technickou analýzu.



Volatilita - VXX

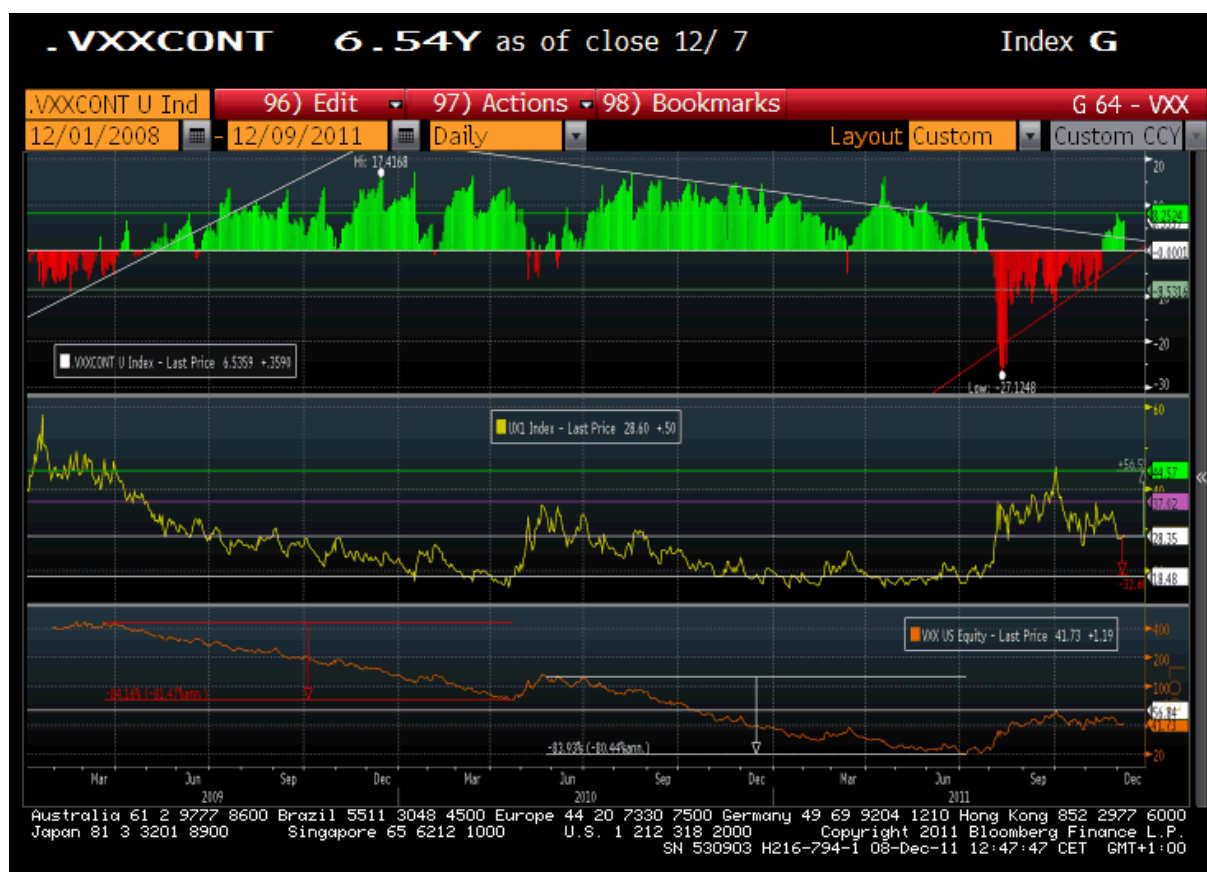
Optimální investice: **3 % portfolia**

Cílový výnos: **40 až 50% p.a.**

Short ETF VXX bychom zařadili jako spekulativní investici. Toto ETF je velmi volatilní, proto jej navrhujeme pouze ve velmi nízké váze. ETF:VXX je instrument, který na denní bázi roluje futures mezi 1. a 2. futures kontraktem na VIX. VIX je pak indikátor strachu, či odborně řečeno, je to synteticky vyjádřená implikovaná volatilita indexu S&P. Dalším specifickým ETF:VXX je, že pokud se 1. futures kontrakt na VXX pohybuje pod 30-32 body, struktura futures křivky VIX je v kontangu – tedy VXX rolváním ztrácí od 0-10% měsíčně. Proces samozřejmě funguje i druhým směrem, kdy pokud by se index strachu pohyboval nad 40 body, VXX může růst až o 10% měsíčně.

Naší strategií je VXX shortovat, neboť si myslíme, že skrze aktivnější zapojení centrálních bank systematické riziko klesá a riziko strachu se bude pohybovat častěji pod 30 body než nad 30 body.

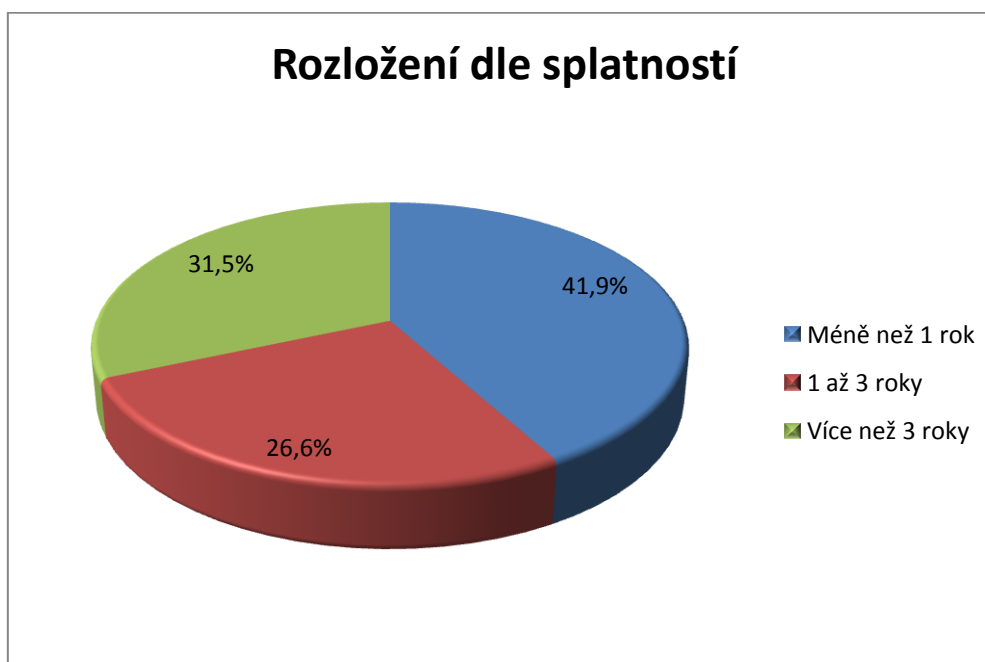
Současná technická situace rovněž napovídá, že by mělo dojít alespoň k několikaměsíčnímu obrátu do kontangu a přívětivé situaci pro shortování VXX.



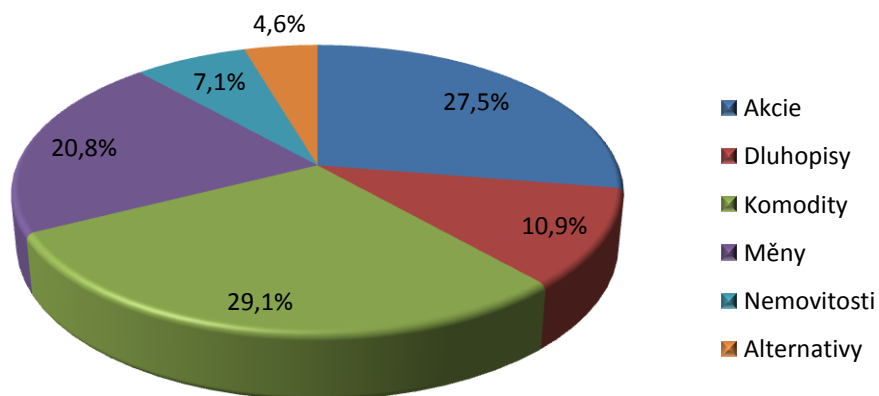
Strategie je založena na short & hold přístupu, s tím, že bychom takticky snížili váhu pozice, pokud bychom viděli zhoršování pozice na systematickém riziku (např. růst úroků z mezibankovních půjček).

Přehled investičních portfolií:

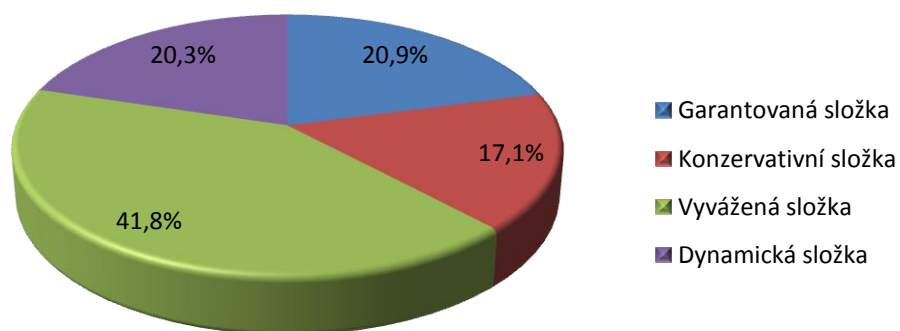
Rozložení investičních portfolií



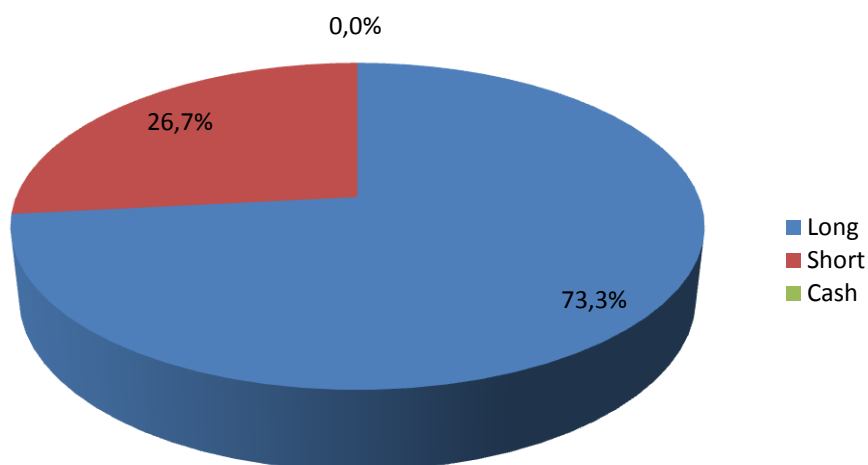
Rozložení dle tříd aktiv



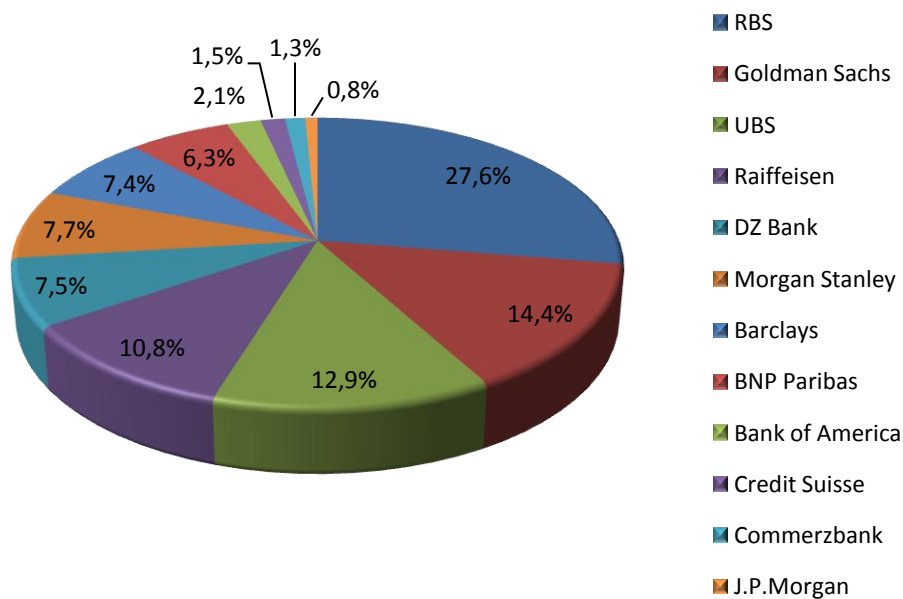
Profilové rozložení



Long/Short/Cash



Váhy emitentů certifikátů




Vývoj investičních portfolií

Graf vývoje našich portfolií od jejich počátku ze září 2006:




Konzervativní Německo:

- start portfolia dne: **11.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **154.94**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **8% p.a.**
 - za 3 roky **8% p.a.**
 - za 1 rok **6.5% p.a.**
 - za 1/2 roku **9.9% p.a.**

 [Více informací o tomto portfoliu](#)


Vyvážené Německo:

- start portfolia dne: **11.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **455.74**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **30.7% p.a.**
 - za 3 roky **29.4% p.a.**
 - za 1 rok **23.7% p.a.**
 - za 1/2 roku **41.9% p.a.**

 [Více informací o tomto portfoliu](#)


Dynamické Německo:

- start portfolia dne: **11.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **390.75**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **27.2% p.a.**
 - za 3 roky **27.1% p.a.**
 - za 1 rok **0% p.a.**
 - za 1/2 roku **27% p.a.**

 [Více informací o tomto portfoliu](#)


Konzervativní USA:

- start portfolia dne: **13.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **258.25**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **18.3% p.a.**
 - za 3 roky **22.5% p.a.**
 - za 1 rok **7.4% p.a.**
 - za 1/2 roku **2.4% p.a.**

 [Více informací o tomto portfoliu](#)


Vyvážené USA:

- start portfolia dne: **13.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **400.88**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **27.9% p.a.**
 - za 3 roky **18.5% p.a.**
 - za 1 rok **-2.5% p.a.**
 - za 1/2 roku **-9.4% p.a.**

 [Více informací o tomto portfoliu](#)

Dynamické USA:

- start portfolia dne: **13.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **717.98**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **41.7% p.a.**
 - za 3 roky **11.9% p.a.**
 - za 1 rok **25.7% p.a.**
 - za 1/2 roku **21.9% p.a.**

 [Více informací o tomto portfoliu](#)

Upozornění: Uvedené údaje týkající se minulé výkonnosti mají pouze informativní charakter. Minulá výkonnost investičního nástroje nemůže být považována za jakýkoliv příslib výkonnosti budoucí. Uvedené údaje vycházejí z dat poskytnutých burzovním segmentem Scoach provozovaným společností Deutsche Börse AG a dat z Yahoo Finance. Tato data nejsou každodenně aktualizována, aktuální údaje se proto mohou lišit od údajů zde uvedených. Ohledně aktuálních dat se informujte přímo u společnosti Best Buy Investments a.s.. Veškeré údaje o minulé výkonnosti nezahrnují vliv poplatků a provizí, které snižují konečnou výkonnost investice. Pro korunového investora je významné měnové riziko, v jehož důsledku může hodnota investice provedená v jiné než v české měně vlivem výkyvů měnových kurzů v průběhu času kolísat. S investováním obecně je spojena určitá míra rizika. Všechny investice na kapitálových trzích nesou v sobě riziko kolísání hodnoty v průběhu času a riziko kapitálové ztráty, kdy investor nemusí dosáhnout požadovaného výnosu nebo získat zpět plnou výši investovaného kapitálu.

Upozornění na rizika a vyloučení odpovědnosti

Obchodování a investování s finančními instrumenty je vysoce rizikové. Rozhodnutí obchodovat s finančními instrumenty je odpovědností každého jednotlivce a jedině on sám nese za svá rozhodnutí plnou odpovědnost. Informace a data zveřejňovaná prostřednictvím Best Buy listů mohou být čerpána z externích zdrojů a mohou být zpožděna, nicméně jsou považovány za důvěryhodná. Společnost Best Buy Investments a.s. v žádném případě neodpovídá a neručí za aktuálnost, úplnost, zákonnost, včasnost či správnost veškerých informací, dat a prohlášení obsažených v Best Buy listech, které jsou brány z veřejně dostupných zdrojů a/nebo byly poskytnuty třetími stranami. Tyto zdroje jsou hodnoceny jako spolehlivé. Společnost Best Buy Investments v žádném případě neodpovídá a neručí za jakékoliv případné ztráty vzniklé nesprávnými investičními rozhodnutími či jinými úkony činěnými na základě informací zveřejňovaných prostřednictvím Best Buy listů. Hodnota zde zmiňovaných certifikátů v čase kolísá a není-li uvedeno jinak, návratnost investice není zaručena. Jakékoli odhady výnosů nebo údaje o minulých výnosech slouží pouze pro informační účely a nejsou zárukou výnosů budoucích.

Máte-li nějaké otázky k tomuto právnímu prohlášení či chcete-li se dozvědět cokoli konkrétního nad jeho rámec, kontaktujte nás na kontakt@bbi.cz