

Best Buy Listy

2013

- 1. Q

Titulní téma: Investiční přehled

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

Přehled investičních doporučení

Dolarová garance

- Další chybné ocenění emitenta přináší šanci na rychlý výnos.

Tesla – oprávněný růst

- Výrobce elektrických automobilů rozšiřuje modelovou řadu a přichází tak pomalu s modely pro každého.

Čínská ekonomika se modernizuje

- Příčiny dlouhodobého růstu spočívají především ve stále velmi levné pracovní síly a uměle podhodnocené měně.

BBI v médiích

Přehled investičních strategií

Přehled investičních portfolií

Vývoj modelových portfolií

Upozornění na rizika a vyloučení odpovědnosti

Titulní téma: Investiční přehled

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

Best Buy listy dočasně mění periodicitu z měsíční na čtvrtletí především z důvodu aktuálního nedostatku atraktivních investičních příležitostí. Ačkoli je globální ekonomika spíše ve stagnaci, evropská dokonce v recesi, je většina kapitálových trhů na historických maximech, především ocenění akcií či dluhopisů je vzhledem ke stavu světové ekonomiky a problémům se zadlužením na úrovních, které takovému stavu rozhodně neodpovídají. Volatilita kapitálových trhů je také na nečekaně nízkých úrovních, což se negativně podepisuje na atraktivitě opčních strategií a investičních certifikátů.

Právě investiční certifikáty v této době silně trpí, emitenti využívají období klidu ke zvyšování si svých marží při oceňování certifikátů, neatraktivní ocenění je dáno samozřejmě i nízkou volatilitou. Pokud se přecijen najde férově oceněný nebo dokonce podhodnocený certifikát, emitenti buď ruší obchody, pozastavují kotace či roztahují spready. V minulosti tvořily certifikátové strategie vždy zhruba polovinu v našich portfoliích, v průběhu prvního čtvrtletí se tento podíl snížil na zhruba třetinu a do budoucna počítáme po splatnostech stávajících pozic s dalším snížením tohoto podílu, pokud se atraktivita certifikátů opět nezvýší nebo nezískáme možnost sestavovat si tyto konstrukce sami.

Nízkou volatilitou nicméně trpí i direktivní opční strategie, takže aktuálně držíme v našich portfoliích silný podíl hotovosti. Nyní dosahujeme téměř pětiny nezainvestovaných prostředků. V dohledné době proto chystáme nové investiční strategie i mimo opční konstrukce. Významnou novinkou by měly být komoditní spready, které postupně získají zhruba desetiprocentní váhu v našich portfoliích. Dále se chceme také zaměřit na tržně neutrální strategie jako byla například nedávno představená dluhopisová arbitráž, kterou jsme však museli dočasně přerušit, jelikož nám broker pohrozil zdražením shortu dluhopisového fondu z 2,3 % p.a. na 17,1 % p.a. Při cílovém výnosu kolem 20 % p.a. by takový poplatek za držení shortu celou strategii zazdil. I tento fakt přispěl k vyššímu podílu hotovosti v našich portfoliích. Obdržená hotovost z ukončení některých certifikátů a strategií bude ale postupně opět zainvestována do stávajících i nových strategií.

Dle výkonosti strategií však první čtvrtletí splnilo svůj cíl a to při minimální volatilitě našich portfolií, takže nebyl zásadní důvod ke změnám v jednotlivých strategiích. Podařilo se opět nacytat emitenty na špatném pricingu, tentokrát UniCredit na garantovaných papírech na měnový pár EUR/USD (viz. investiční doporučení Dolarová garance). Hlavním doporučením aktuálního měsíce je pak vstup do bonus certifikátů na čínský index HSCEI, který nabízí při 30% ochraně a bez nadhodnoty participaci 1:1 na růstu čínského indexu bez rizika ztráty, pokud do splatnosti neklesne index o více než zmíněných 30 procent (vit. Investiční doporučení Čínská ekonomika se modernizuje).

Na závěr přinášíme ještě komentář Jana Kašky z našeho hedge fondu Charles Bridge Global Macro Fund k aktuálnímu vývoji na trzích:

Nepřehlížejte implicitní rizika

Jan Kaška

Nevíme, zda je to pouze náš pocit, ale připadá nám, že trhy zcela zapomínají brát v potaz implicitní rizika. Pohyb burzovních indexů tak připomíná velmi trhanou jízdu nahoru způsobem brzda-plyn, kdy korekce byly prozatím velmi mělké a rally velmi silné. Mělkost korekcí je dána tím, že potenciálně vážný problém se vždy povedlo buďto vyřešit, či častěji spíše tím, že byl pouze odsunut v čase. Čím výše a rychleji se však trhy pohybují nahoru, tím strmější je bude čekat pád, který dříve či později přijde v podobě souběžného znovuobjevení se nevyřešených potíží.

Chronologicky vzato, v lednu trhy zcela ignorovaly historicky pravděpodobnou možnost neschválení debt-ceilingu do poslední minuty. V únoru jsme se všichni nechali nacytat na italských volbách, kdy měl sice jasně zvítězit pakt Bersani-Monti, výsledek však skončil patem a situace a dodnes není vyřešena. Březen následně přinesl další nervy testující situaci v podobě Kypru. Celý proces řešení situace ohledně kyperských bank byl velmi složitý, neboť velkou roli zde hrál morální hazard a neochota Angely Merkel ukázat se před volbami ve slabém světle. Řešení sice bylo nalezeno tradičně v poslední minutě až těsně před otevřením asijských trhů, důležité však je, že toto řešení pouze zvýšilo budoucí implicitní rizika.

V první řadě o celé bankovní dani nehlasoval kyperský parlament - řešení bylo záměrně strukturováno tak, že nemuselo projít schválením zvolených zástupců lidu. Demokratický proces v Eurozóně byl tedy extrémně narušen technokratickým zájmem finančníků. V druhé řadě byla zcela zdiskreditována oblast ochrany depozit. Původní návrh eurosкупiny totiž obsahoval zdanění pojištěných depozit. Ve třetí řadě se ukazuje, že způsob, kterým eurosкупina nechala padnout Kypr během několika hodin na kolena, nemůže v žádném případě zvýšit pro-evropské mínění mezi voliči. Populismus v Eurozóně tedy bude pouze růst a extrémní politické strany nabírat na váze. Bez rychlého obnovení růstu tedy v Eurozóně značně naroste politické riziko.

Tradičně ještě připojujeme poslední research hedge fondu:

http://chbridge.com/epe/download.php?m=content&i=580&f=CB_Monthly_4-2013.pdf

Přehled investičních doporučení:

Dolarová garance

Další chybné ocenění emitenta přináší šanci na rychlý výnos.

Optimální investice: **10 % portfolia**
Cílový výnos: **20 až 30 % p.a.**

Tato nová investiční příležitost vychází kromě špatného ocenění z možnosti krátkodobé participace na posilování dolaru vůči euru. Vychází totiž z předpokladu, že by se mohlo euro opět dostat pod tlak. Jednak stále není jasné, jak bude v Řecku docíleno znovunastolení schopnosti splácet dluhy, jednak si projevují nové problémy v rámci EU, jako například aktuálně na Kypru. I když Kypr tvoří pouze 0,19 % HDP Evropské Unie, poukazuje i tento případ na prohlubující se problémy v EU. Také snižování ratingů napříč Evropou, jako například ztráta nejlepšího ratingu pro Francii, nenaznačuje zlepšující se prostředí.

Státy eurozóny zaostávají

Eurozóna spadla zpět do recese a negativní překvapení nadále převládají. Není tedy divu, že v posledních týdnech opět narůstají rizikové premie u CDS dluhopisů států na periférii EU. Na druhé straně Atlantiku ale prozatím převládají přesvědčivější ekonomická data, především ze strany nemovitostního sektoru. Jednoduše řečeno mnoho hovoří nyní o tom, že by v následujících dnech a týdnech mohlo udávat další směr na měnových trzích oslabování eura.

Nejasný trend z poslední doby se konečně láme

V minulých měsících přešlo euro z krátkodobého posílení do nejasného stagnujícího trendu, i přestože dolar vypadá v poslední době lépe. I z fundamentálního pohledu se euro drželo nad svým férovým kurzem o zhruba 12 procent vůči dolaru, když ještě loni v létě bylo euro v blízkosti férového kurzu. Tato situace není pro státy eurozóny ideální a dlouhodobě by poškodila jejich konkurenceschopnost. Nyní se konečně zdá, že byl stagnující trend prolomen, týdenní volatilita EUR/USD měnového páru stoupla o 34 procent, což je nejvyšší nárůst od května 2010, kdy se naplno projevily problémy Řecka. Za poslední měsíc tak euro oslabilo již o 3 procenta vůči dolaru.

Garant s podhodnotou

Ideální možností jak krátkodobě participovat na tomto trendu je garantovaný certifikát s krátkou, pouze dvoutýdenní splatností. Díky chybě v ocenění nabízí slevu oproti přímému prodeji spotu ve výši 1,2 procenta (=44,5 % p.a.), k tomu plnohodnotnou participaci na dalším posilování dolaru a garanci cca 95 procent investovaného kapitálu. Takové podmínky opravdu v dnešní době na trhu nelze nalézt.

Viz. ZertifikateJournal:

http://zertifikatejournal.cz/download/portfolioexclusiv/ZJCZ_052013.pdf

Čínská ekonomika se modernizuje

Příčiny dlouhodobého růstu spočívají především ve stále velmi levné pracovní síly a uměle podhodnocené měně.

Optimální investice: **10 % portfolia**
Cílový výnos: **10 až 20 % p.a.**

V prvním čtvrtletí rostla čínská ekonomika "pouze" o 7,7 procenta za poslední rok. Došlo tak ke ztrátě tempa růstu i přes silné lednové a březnové investice do ekonomiky. Čínský akciový trh reagoval dalším poklesem.

Zajímavé však je, že čínská spotřeba přispěla k růstu ekonomiky více než investice a ještě zajímavější je, že růst více podpořily služby než průmysl. Čína se tak modernizuje a stává se více západní ekonomikou. Je to způsobeno postupným uvolňováním čínské měny, což vede od podpory exportu k podpoře domácí spotřeby. Spotřeba a služby jsou velice slibným trendem do budoucna, díky službám se zvyšují příjmy domácností, což podporuje vyšší spotřebu. Tento koloběh pak působí pozitivně na další ekonomický růst.

Důležité také je, že zpomalení růstu se neprojevuje zvýšením nezaměstnanosti. Kvalita růstu ekonomiky je důležitější nežli rychlost růstu, v tomto ohledu je tedy Čína aktuálně na velmi dobré cestě. Nezapomínejme také na systém státních podpor, čínský stát sype do ekonomiky další prostředky, efekt těchto podpor by na sebe také nemusel nechat již dlouho čekat. Ideální investicí na obrat čínského indexu, který od začátku roku ztratil zhruba 15 procent, zatímco západní indexy lámou nová maxima, aktuálně nabízí bonusové certifikáty od RBS s bonusovou hranicí na úrovni aktuálního stavu indexu. Tyto papíry sice nenabízí aktuálně žádný bonus, ale při ochraně přesahující 30 procent a nadhodnotě menší než 1 procentu máme možnost neomezené participace na růstu čínského indexu téměř bez rizika ztráty, pokud samozřejmě index do splatnosti neztratí dalších více než 30 procent, což považujeme aktuálně za velmi nepravděpodobné.

Tesla – oprávněný růst

Výrobce elektrických automobilů rozšiřuje modelovou řadu a přichází tak pomalu s modely pro každého.

Optimální investice: **5 % portfolia**
Cílový výnos: **10 až 20 % p.a.**

Naše očekávání růstu cen akcií společnosti Tesla bylo naplněno. Nyní Tesla Motors zakoupila od General Motors obrovskou továrnu v Silicon Valley a chystá produkci masově orientovaných modelů. Model S, který začíná na 52.400 USD ohromil odbornou veřejnost skvělým výkonem. Koupě továrny za 42 mil. USD spolu se second-handovým vybavením byla podstatně nižší investicí, než kdyby se automobilka pustila do výstavby zcela nové továrny. Letos automobilka plánuje produkci 20.000 vozů, čímž by se měla dostat do černých čísel.

Tesla dělá spoustu věcí jinak než ostatní v automobilovém průmyslu. Většinu hlavních komponentů si vyrábí sama, investuje do infrastruktury rychlonabíječek u silnic, buduje vlastní retailové outlety a spolupracuje s celou řadou technologických firem ze Silicon Valley. Výhodou automobilky je, že nemusí zápasit s přísnou regulací emisí a spotřeby, zajímavostí je také, že nemá žádné penzijní či zdravotní programy pro zaměstnance a dokonce nemá ani odbory.

Jedním z hlavních témat příštích let je navíc bezesporu strukturální pokles poptávky po ropě ze zemí OECD. Za tímto trendem stojí stále rostoucí energetická efektivita dopravního sektoru, který je zodpovědný za 60% poptávky po ropě. Shortování rafinérských společností, které budou muset zavírat své kapacity (nadkapacita v odvětví snižuje ziskovost a ztěžuje dluhovou službu), je jednou z možností jak hrát toto téma. Druhou možností je expozice na inovátory v odvětví, kteří se přímo podílí na tomto poklesu poptávky po ropě.

Společnost Tesla Motors, která v současné době sériově vyrábí nejpokročilejší elektromobil na trhu, dokázala snížit nákladovou strukturu svých baterií na úctyhodných \$250-300/kWh, zatímco běžný standard v automobilovém odvětví se dnes pohybuje na úrovni \$500-600/kWh. Tesla je tak na bázi celkových nákladů vlastnictví cenově konkurenceschopná vůči běžným spalovacím motorům (započítávají se úspory nákladů na benzín, očekávaná depreciační a výdaje za opravy a údržbu). Při současných cenách akcie lze půlroční short put se strike price 37-39 dolarů při výnosu cca 15 % p.a., tj. na úrovni objektivizovaného ocenění.

BBI v médiích:

		Peniaze najviac ochránia potomkovia Vikingov	
11.2.2013	hnonline.sk	web	Najlepšie investície pre vás
		Jak vydělat na investici do měn: peníze nejlépe ochrání potomci Vikingů	
10.2.2013	iHNed.cz	web	byznys.ihned.cz
		Európania mňajú viac, Slováci šetria	
6.2.2013	Pravda	str. 13	Správy Ekonomika
		Európa sa v obchodoch osmeľuje, Slováci šetria	
6.2.2013	pravda.sk	web	Správy - Ekonomika
		Lepší hororový koniec, než horor bez konce	
14.2.2013	kurzy.cz	web	Investice

4.3.2013	PRAVDA SK	print SK	Brusel chce v Európe jednotný základ dane		str.8, Správy ekonomika
16.3.2013	PRAVDA SK	print SK	Pre krízu ide štát žiť viac na dlh		str.13, Správy ekonomika
20.3.2013	hnonline.sk	web SK	Posilňovanie eura skončilo (komentár)	http://finweb.hnonline.sk/c1-59542420-posilnovanie-eura-skoncilo-komentar	Homepage
27.3.2013	protext.cz	web	Lynx pořádá největší on-line investiční debatu v České republice		
27.3.2013	protext.cz	web	Proběhla největší česká online investiční debata společnosti Lynx		

Přehled investičních strategií:

Rolling Bonus

Investiční strategie založená na rolování nejatraktivnějších bonusových certifikátů na trhu.

Optimální investice:	20 % portfolia
Cílový výnos:	15 % p.a.
Investiční profil:	Vyvážený až Dynamický
Investiční horizont:	Střednědobý až Dlouhodobý

Vybírané podklady musí splňovat podmínky stabilního fundamentálního i technického vývoje, určité minimální úrovně 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
- možnost participovat jak na růstech, tak na propadech (Reverse Bonus) a vydělávat i při stagnaci trhu
- 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

Další popis strategie najdete v ZertifikateJournalu, ke stažení zde:

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

Expresní strategie

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

Optimální investice:	10 % portfolia
Cílový výnos:	20 a více % 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 jasné vidět změna ocenění certifikátu ze 17. na 18. srpna. 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 nabývala 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 je tedy na příkladu jasné 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 prodával. 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 prodával ještě minimum, kdo večer, tak prodával 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.

Další popis strategie najdete v ZertifikateJournalu, ke stažení zde:

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

Strategie Rolling Corridor

Aktivní tradingová strategie pro stagnující trhy.

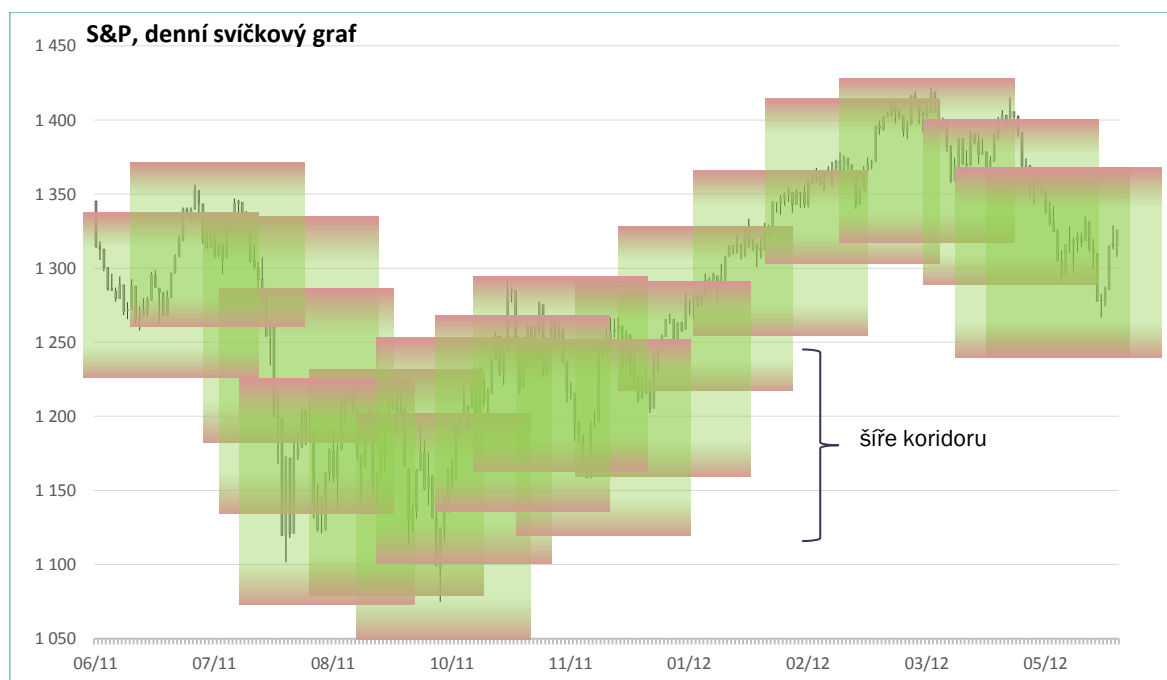
Optimální investice:	30 % portfolia
Cílový výnos:	30 % p.a.
Investiční profil:	Vyvážený až Dynamický
Investiční horizont:	Libovolný (doporučený Střednědobý až Dlouhodobý)

Tradingovou strategii Rolling Corridor reagujeme na potřebu přizpůsobovat stále měnícímu se vývoji na akciových trzích. Kontinuální přizpůsobování opčního koridoru, inkasování kreditních opčních premií a flexibilní zabezpečovací systém proti propadům trhů umožňuje docílit velice atraktivního riziko-výnosového profilu, který úspěšně odolal všem propadům trhů v posledních pěti letech při dosažení kumulovaného výnosu 30% p.a.

Strategie vychází ze známé opční strategie zvané Iron Condor, je však upravená o flexibilní zajišťovací mechanismus proti propadům trhů. Spočívá v sestavení kreditního spreadu. K tomu, aby bylo dosaženo maximálního zisku v daném měsíci, musí index zůstat v rozmezí mezi striky vypsané call a vypsané put opce. V případě výraznějšího pohybu indexu směrem k jednomu ze striků a zvýšení delty opce na určitý násobek původní delty, dojde k rolování celé konstrukce. Aktuální stav indexu se musí dostat opět mezi oba vypsané striky a nové delty jsou upraveny opět na startovní úroveň konstrukce. Tímto flexibilním přizpůsobováním je zajištěno, že nedojde k nadproporcionálním ztrátám. Může dojít k uzavření ztráty na aktuálně zavíraném spreadu, ale tato ztráta je okamžitě kompenzována novým inkasovaným kreditem.

Na nervózním akciovém trhu nelze očekávat neustále stabilní vývoj v daném koridoru, v průměru je nutné třikrát až čtyřikrát měsíčně přizpůsobit koridor vývoji akciového indexu. Historicky až 8 přizpůsobení měsíčně stačí, aby strategie zůstala v daném měsíci zisková. Ale ani více vynucených přizpůsobení neznámá nadproporcionální ztráty. To ukázal například rok 2008, ve kterém tato strategie také zvládla zůstat v kladných číslech. Za posledních pět let, za které disponujeme reálnými historickými obchodními daty, nebyla strategie pod svým předchozím maximem na delší dobu než 3 měsíce.

Rizika jsou ale stále všudypřítomná u strategie s cílovým výnosem 30 % p.a., v případě silně nadměrného počtu přizpůsobení či v případě velmi prudkého dlouhodobějšího rostoucího trendu akciového trhu se i přes neustálé přizpůsobování koridoru ani tato strategie neubrání ztrátám. Především proto, ale také z důvodu větší diverzifikace, doporučujeme optimální investici ve výši 10 až 30 % portfolia dle profilu.



Další popis strategie najdete v ZertifikateJournalu, ke stažení zde:

http://zertifikatejournal.cz/download/portfolioexclusiv/PE_CZ_1209.pdf

Vhodným doplněním této strategie je short strategie na ETF: VXX.

Dlouhodobý Bear Call Spread ETF:VXX

ETF:VXX v čase strukturální ztráty na ceně díky vysokému kontangu.

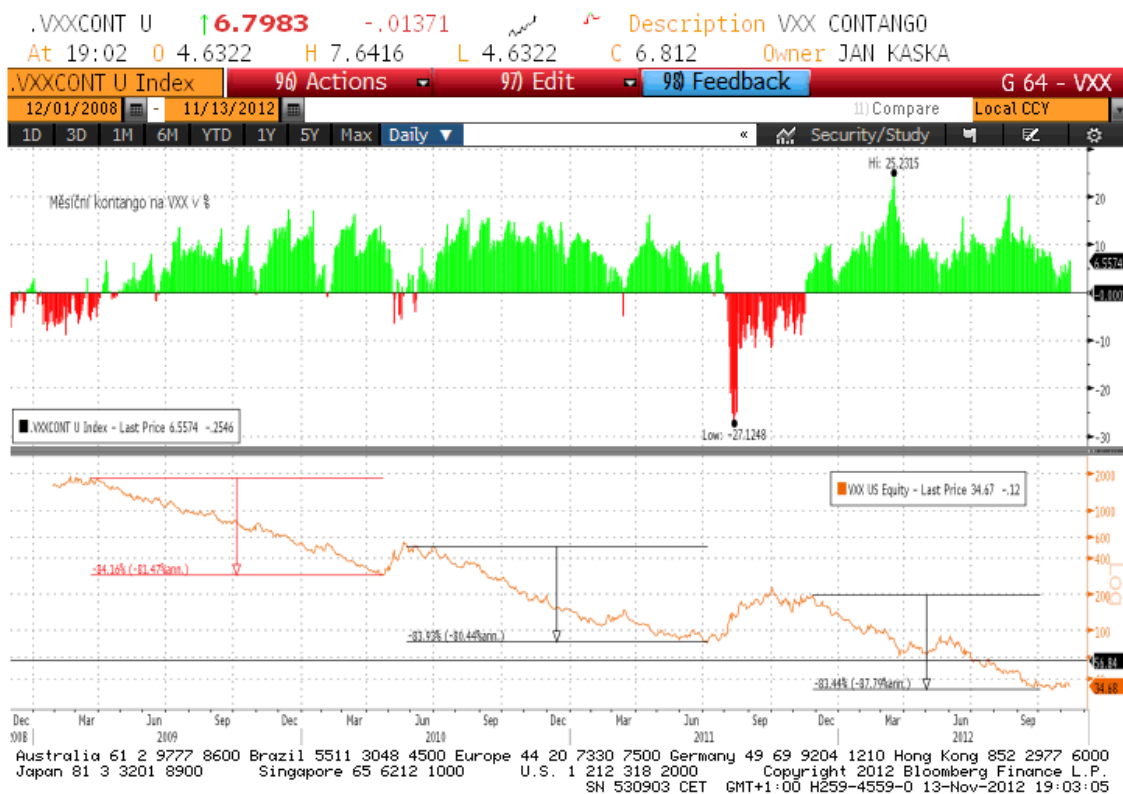
Optimální investice: **10 % portfolia**
 Cílový výnos: **30 % p.a.**
 Investiční profil: **Vyvážený až Dynamický**
 Investiční horizont: **Střednědobý až Dlouhodobý**

Short ETF:VXX je strukturální myšlenka, která vychází z podstaty struktury samotného ETF. 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 specifikem 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 rolováním 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.

Charakteristikou VIXu je dlouhé období relativně nízké volatility pod 30 body a příslušného kontanga, doplněné krátkodobými výstřely ve volatilitě směrem vzhůru spojeného s backwardací.

Naší strategií je spekulovat skrze půlroční až roční bear call spready na ETF:VXX s realizačními cenami nastavenými nad či pod aktuální cenou, v závislosti na aktuální i očekávané volatilitě i ochotě podstupovat vyšší či nižší riziko. Při vysokých úrovních volatility pak doplňujeme strategii o bearputspread se spekulací na rapidní normalizaci ve volatilitě.

Výhodou strategie je maximální předem definovaná ztráta i možnost úpravy strategie v čase včetně rozložení vstupu do několika tranš. Do strategie nejobvykleji vstupujeme při lokálně zvýšené volatilitě.



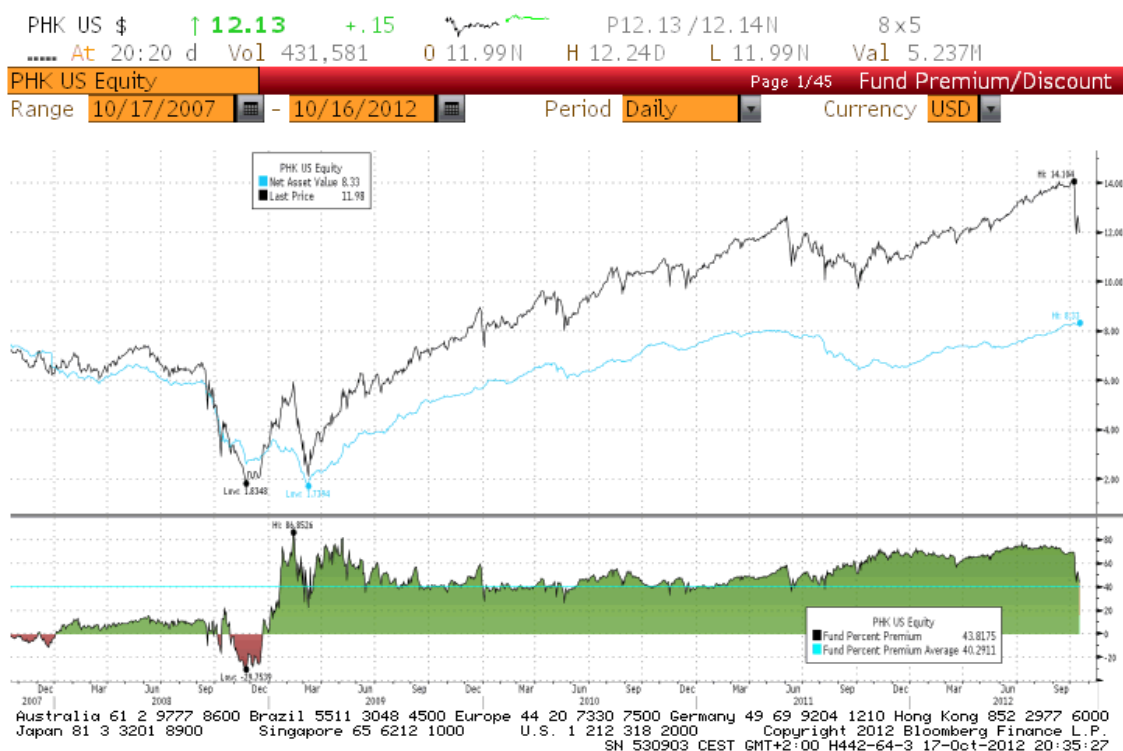
Dluhopisová statistická arbitráž

Tržně neutrální strategie těží z prémie na dluhopisových fondech.

Optimální investice: **20 % portfolia**
 Cílový výnos: **20 % p.a.**
 Investiční profil: **Konzervativní**
 Investiční horizont: **Krátkodobý až Střednědobý**

Systém falešných cen

Jako obvykle, nejprve trochu ekonomické teorie. Bernankeho monetární inkontinence v podobě kontinuálního tištění peněz (operace QE) způsobila extrémní stlačení výnosů vládních dluhopisů. Portfolio manažeři penzijních i podílových fondů tak čelí složité výzvě, jak zachovat výnosnost dluhopisové složky portfolií. A stejně jako v historických epizodách, kdy cena peněz byla příliš nízká, začínají hledat dodatečná procenta výnosů ve stále obskurnějších produktech. Morální poučení je zřejmé, pokud skupina mandarinů v centrální bance zmanipuluje cenu kapitálu (příliš nízké úrokové sazby), je zřejmé že kapitál bude misalokován. V minulých letech banky hledaly dodatečný výnos v hypotečních produktech a všichni víme, jak to dopadlo. Dnes se hlad po výnosech přesunul do spekulativních korporátních dluhopisů (high-yielding bonds) a vysokodividendových titulů. Cokoliv platí dodatečný výnos, je dnes v kurzu. To, co však investoři vnímají jako bezpečná dluhopisová aktiva, je pouze sbírání drobných před parním válcem. Jedna chyba a mnohaměsíční výnos může zmizet v okamžiku, viz. např. dluhopisový fond PHK.



Systematická prémie

Provedli jsme studii cca 470 uzavřených fondů (closed-end fund CEF) v USA a testovali existenci prémie/diskontu vůči NAV. Jak je vidět z dvou grafů níže, na poli dluhopisových fondů existuje systematická prémie, zatímco u akciových uzavřených fondů existuje systematický diskont vůči férové ceně. Prémie u dluhopisových fondů lze do určité míry vysvětlit neschopností drobných investorů efektivně replikovat portfolia uzavřených fondů a zároveň značným bid-ask spreadem, kterému čelí drobní investoři na nelikvidním dluhopisovém trhu. PIMCO je jistě v tomto směru vzhledem ke své velikosti i infrastruktuře mnohem efektivnější, a proto mohou být retailoví investoři ochotni platit určitou premii.

Velikost této prémie však často dosahuje absurdních rozměrů, dokonce i 50 %. Jak je možné, že jsou investoři ochotni platit takovéto prémie?

Mirage

Racionální investor je ochotný platit vyšší částku, než je likvidační hodnota aktiva, pokud mu toto aktivum bude do budoucna přinášet určitý ekonomický (rizikově očištěný) nadvynos. Provedli jsme analýzu celkové výnosnosti držení uzavřeného fondu PHK a porovnali ji s celkovou výnosností držení alternativního produktu ETF:HYG, které investuje primárně do spekulativních korporátních dluhopisů.

Dle našich výpočtů je nadvynos CEF:PHK vůči ETF:HYG cca 23 % za období 5 let. Je Bill Gross a PIMCO natolik efektivnější než diverzifikované portfolio korporátních dluhopisů držené v levnějším ETF:HYG? Při bližším zkoumání výkazů CEF:PHK se lze dočíst, že fond aplikuje aktuálně páku cca 30 % (22 % z titulu preferenčních akcií a 8 % z titulu repo operací). Míra páky se samozřejmě v čase mění a je plně v rozhodnutí manažera fondu, přesto dle našich odhadů fond mohl v minulosti pracovat v průměru opravdu s pákou kolem 30 %. Za inherentní páku v produktu žádný racionální investor není ochoten platit, neboť si může páku replikovat sám na levnějším produktu.

Druhým argumentem, proč jsou investoři ochotni platit tak vysokou prémii, je pravděpodobně stabilní a velmi vysoký dividendový výnos. I zde ovšem narazíme na značné nesrovnalosti. PHK vyplácí měsíční dividendu ve výši USD 0.121875, což představuje 12.02 % výnos ročně (o 77 % vyšší než výnos ETF:HYG). Při zohlednění premie 50% je pak reálný dividendový výnos vůči NAV dokonce 17.4 % p.a. Dokáže skutečně Bill Gross dosáhnout ROE 12.2 % (tržní cena fondu) či 17,4 % (NAV) na dluhopisovém portfoliu?

Zprv, v 10 z 11 posledních měsíců fond vyplácel dividendu, která se průměrně z 30% skládala z návratu kapitálu, tedy fond musel odprodávat aktiva, aby udržel dividendu.

Při očištění o návrat kapitálu (prodej aktiv), tedy skutečné ROE činí 8.54 % (tržní cena fondu) a 12.18 % (NAV). Fond má navíc značné pozice v úrokových swapech – téměř 3 miliardy USD v IRS krátkých pozicích (jak OTC tak i clearované). Dle našich odhadů z těchto swapů teče fondu dodatečný úrokový výnos v řádu 45 milionů USD ročně, což představuje 25 % čistého úrokového výnosů. Krátká pozice v IRS znamená, že PHK platí LIBOR a inkasuje fix z delší strany výnosové křivky. Pokud tedy očištíme dividendu fondu PHK o páku a úrokové swapy, dostaneme se na úroveň výnosu kolem 7-7,5 %, což už odpovídá dividendovému výnosu ETF:HYG (6,77 %). **Pár desetin skutečného nadvynosu, které generují portfolio manažeři PIMCO, tedy jen velmi těžko může ospravedlnit 50% premii vůči NAV.**

Statistická arbitráž

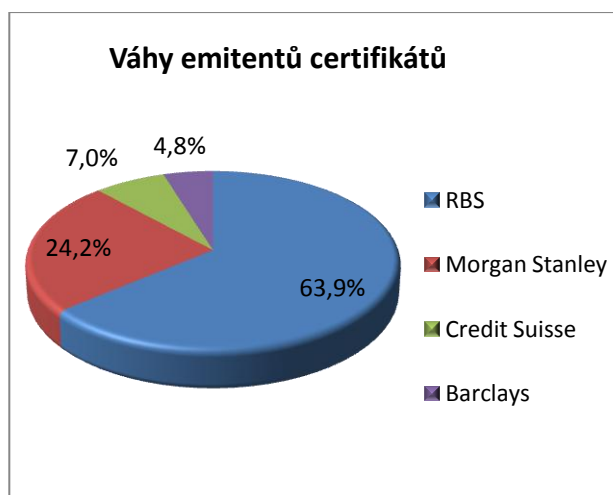
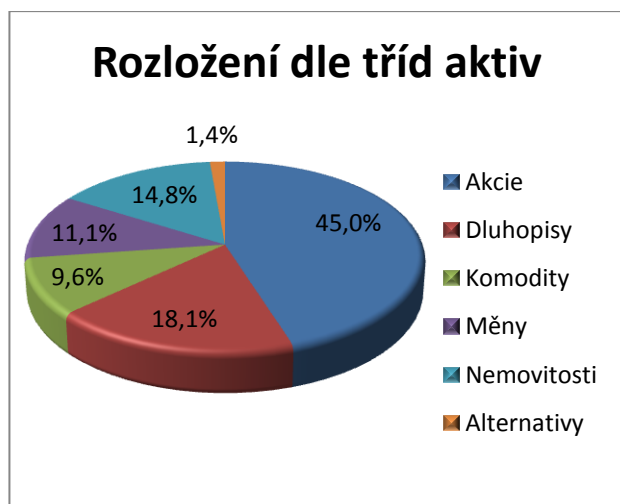
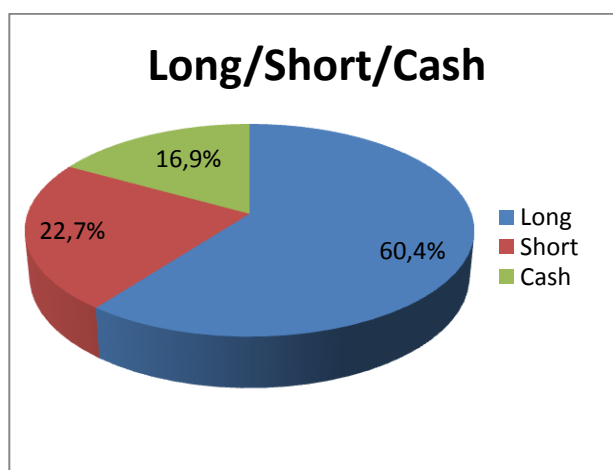
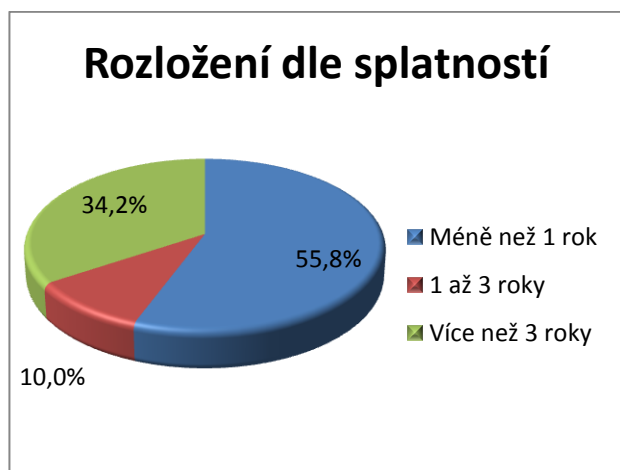
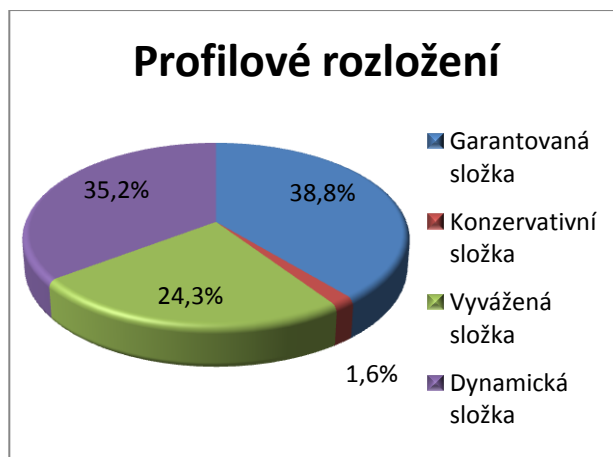
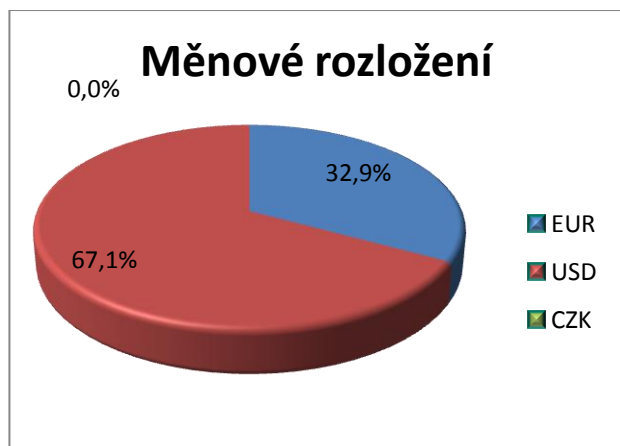
V ideálním případě by arbitrážér nejprve odhedgoval swapovou pozici a až následně hedgoval zbylou expozici fondu PHK. Z praktických důvodů, jako je dostupnost instrumentů a transakční náklady si však myslíme, že stačí využít mírně vyšší páku na ETF:HYG. Arbitráž tedy lze vytvořit skrze long expozici 1.6x ETF:HYG proti short 1x ETF:PHK.

Obecně je těžké říci, jak rychle dojde k vymizení premie vůči NAV, může se tak stát během několika týdnů, ale i například až za dva roky. Vzhledem k síle propadů a růstu objemů bychom ovšem čekali relativně rychlou nápravu ve špatném ocenění aktiva při očekávaném výnosu cca 40%.

"Tyto investiční strategie jsou určeny pro širokou veřejnost a uvedené informace jsou obecné, mají pouze informativní charakter a představují názor společnosti Best Buy Investments, a.s. Upozorňujeme, že předkládané údaje z minulosti nejsou spolehlivým ukazatelem budoucího vývoje investičního nástroje nebo strategie a ani očekávaný vývoj není zárukou budoucího vývoje. Dále upozorňujeme, že společnost Best Buy Investments, a.s. neposkytuje k investičním nástrojům obsaženým v této investiční strategii individualizované investiční poradenství, zprostředkování obchodů ani jiné investiční služby. Zprostředkování obchodu, poskytnutí individualizované rady nebo řízení investiční strategie v souvislosti s touto investiční strategií je možné u partnerské společnosti Sympatia Finance, o.c.p., a.s."

Přehled investičních portfolií:

Rozložení investičních portfolií



Vývoj modelových portfolií

Graf vývoje našich portfolií od jejich počátku ze září 2006:



Dynamické:

- start portfolia dne: **11.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **581.56**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **30.4% p.a.**
 - za 3 roky **16% p.a.**
 - za 1 rok **11.5% p.a.**
 - za 1/2 roku **17% p.a.**

Vyvážené:

- start portfolia dne: **11.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **489.76**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **27% p.a.**
 - za 3 roky **16% p.a.**
 - za 1 rok **12.9% p.a.**
 - za 1/2 roku **8.2% p.a.**

Konzervativní:

- start portfolia dne: **11.09.2006**
- počáteční index portfolia: **100**
- aktuální index portfolia: **211.69**
- zhodnocení p.a.:
 - od počátku **12% p.a.**
 - za 3 roky **9.2% p.a.**
 - za 1 rok **7.9% p.a.**
 - za 1/2 roku **8.2% p.a.**

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 nezahnují 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 návrhu portfolia 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 návrhu portfolia, 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 prezentovaných prostřednictvím návrhu portfolia. 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.