

Aktívna správa portfólia

V praxi sa väčšinou nevytvára portfólio zložené výlučne z dlhopisov, ale z rôznych cenných papierov, kde ale dlhopisy hrajú podstatnú rolu menej rizikovej investície. Priblížme si všeobecný koncept aktívnej spravy portfólia, ku ktorej manažéri pristupujú v prípade, ak sú presvedčení, že niektoré cenné papiere nie sú správne ohodnotené a očakávania výnosností a rizika sú heterogénne.¹

Riadiť portfólio aktívne môže manažér portfólia viacerými spôsobmi:

- alokácia aktív, výber aktív
- tržné časovanie,
- výmeny cenných papierov.

Alokácia a výber aktív

Pri alokovaní aktív manažér určuje zloženie portfólia a tým rozhoduje o budúcich výnosoch investora. Tvorba optimálneho portfólia sa odráža aj od odporu investora k riziku a odhadov rizík a výnosností jednotlivých druhov investičných nástrojov.

Po alokácii aktív manažér pristupuje k voľbe jednotlivých aktív z kategórií určených v prechádzajúcom kroku. Jednotlivé druhy investičných nástrojov sú posudzované nezávisle, bez ohľadu na ich vzájomnú koreláciu, kedy tento prístup nazývame separabilita. Voľba konkrétneho investičného aktíva z danej kategórie aktív (dlhopisov, akcií) je sprevádzaná vierou manažéra, že nie všetky cenné papiere sú ohodnotené správne a práve manažér je schopný rozpoznať, ktoré z nich sú nadhodnotené alebo podhodnotené. Pre nadhodnotený cenný papier je charakteristické, že očakávaný výnos je nižší než očakávaný rovnovážny výnos a riziko je vyššie ako rovnovážne riziko trhu. Presne naopak je to pri podhodnotenom cennom papieri, pre ktorý je typické nižší odhad rizika a vyšší odhad výnosu ako odhad trhu.

Nesprávne ocenené cenné papiere neležia na priamke SML a ich koeficient α je nenulový, ako už bolo spomínané pri CAPM modeli. Manažér sa snaží vytvoriť portfólio, kde vzhľadom k tržnému portfóliu prevažujú podhodnotené cenné papiere, teda koeficient portfólia α je kladný a nadhodnotené cenné papiere sú zastúpené v nižšom pomere ako v tržnom portfóliu.²

¹ Elton E. Modern portfolio theory and investment analysis, 2007. str. 701, vlastný preklad

² Sharpe W. Investice 4. vyd. Praha: 1995, str. 333 - 334

Ak manažér považuje cenný papier za silne nadhodnotený, manažér ho vylúči z portfólia a bude sa ho snažiť predat' cez short sell alebo na seba zoberie negatívnu postrannú stávku rovnú výške váhy daného cenného papiera v tržnom portfóliu. Suma postranných sádzok jednotlivých cenných papierov by mala byť nulová. Ak manažér vystaví na cenný papier negatívnu postrannú stávku, musí byť automaticky spárovaný s manažérom, v ktorého portfóliu je ten istý cenný papier zastúpený dvojnásobkom jeho váhy v tržnom portfóliu. Aktívne portfólio A sa tým pádom rovná súčtu tržného portfólia M a postranných sádzok Δ :

Rovnica Chyba! V dokumentu není žádný text v zadaném stylu.-1: **Postranná stávka**

$$\mathbf{A} = \mathbf{M} + \Delta$$

Prameň: Blake D. Analýza finančních trhů str. 485

Či je aktívna metóda riadenia portfólia tou najvhodnejšou pre investora závisí hlavne na dvoch úzko prepojených veličinách jeho vzťahu k výnosu a odporu k riziku. Optimálne portfólio je tvorené kombináciou aktívne spravovaného rizikového portfólia a bezrizikovým aktívom. Podľa modelu CAPM sa manažér snaží odhadnúť očakávané výnosy a β koeficienty cenných papierov, ich podiel označujeme ako mimoriadny výnos vzhľadom k beta (excess return to beta): $(\bar{r}_i - r_f)/\beta_i$.

Čím nižší je mimoriadny výnos vzhľadom k beta (MVB), tým menej atraktívny je cenný papier pre manažéra. So zvyšovaním mimoriadneho výnosu k beta, rastie aj atraktívnosť zaradenia cenného papiera do aktívneho optimálneho portfólia. Manažér určí hraničný pomer c^* pre mimoriadny výnos vzhľadom k beta a všetky cenné papiere, ktorých MVB je vyššie ako c^* sú vhodné na tvorbu optimálneho portfólia. Výpočet c_j^* je pomerne komplexný a zahŕňa rozptyl tržného portfólia σ_m^2 a špecifické riziko i-tého cenného papiera η_i^2 , kde optimálne portfólio obsahuje j cenných papierov.

Rovnica Chyba! V dokumentu není žádný text v zadaném stylu.-2: **Koeficient C_j**

$$c_j^* = \frac{\sigma_m^2 \sum^j [(\bar{r}_i - r_f) \beta_i / \eta_i^2]}{1 + \sigma_m^2 \sum^j \beta_i^2 / \eta_i^2}$$

Prameň: Odvođenje podľa Blake D. Analýza finančních trhů, str. 487

Všetky cenné papiere s MVB nižším ako c^* považuje manažér za nadhodnotené a v aktívnom optimálnom portfóliu budú mať nulové váhy. Ak je sell short týchto cenných papierov nemožný, pristúpi manažér k vyššie spomenutej negatívnej postrannej sádzke.³

Časovanie trhu

Ak sa manažér nestotožňuje so všeobecným názorom na tržné portfólio, jeho náhľad je viac vyhranený v očakávaniach rastu alebo poklesu trhu. Očakávanie rastúceho (býčieho) trhu vedie k snahe zvýšenia β koeficientu a v prípade očakávania klesajúceho (medvedieho) trhu sa manažér snaží zredukovať β koeficient. Cieľom úprav portfólia prostredníctvom nákupu alebo predaja cenných papierov je zvýšenie čistého úžitku investora pri započítaní transakčných nákladov. Zvyšovanie čistého úžitku prebieha predajom a výmenou cenného papiera s nižším medzným úžitkom za cenný papier s vyšším medzným úžitkom.

Medzný čistý úžitok je daný rozdielom očakávanej výnosnosti cenného papiera a stupňa tolerancie k riziku násobeného váženým kovarianciou a medzných nákladov spojených so zmenou i -tého cenného papiera. Čistý mimoriadny výnos berie do úvahy aj medzné náklady spojené so zmenou. Cenné papiere s MVB menším ako c_j^* sú vymenené za cenné papiere s vyšším MVB a portfólio je optimalizované.⁴

Metóda časovanie trhu je z dôvodu nakupovania a predávania akcií podľa vývoja trendov na trhu pomerne nákladná a manažéri do portfólia často zahŕňajú peňažné prostriedky, futures alebo opcie, ktorých proporcie v portfóliu je možné meniť bez dodatočných transakčných nákladov.

Ďalšou metódou je obchodovanie portfólia (portfolio trading), kedy investor kupuje celé portfólio, o ktorého skladbe nemá presné informácie, aby bolo možné predísť nepriaznivým zmenám cien cenných papierov pred predajom portfólia. Známa je však aktuálna hodnota portfólia a ďalšie charakteristiky, ktoré investorovi pomáhajú vytvoriť si presnejšiu predstavu o portfóliu a následne vystaviť cenovú ponuku. Najväčšou výhodou portfolio trading sú nízke transakčné náklady.

³ Sharpe W. Investice 4. vyd. Praha: 1995, str. 333 - 334

⁴ Blake D. Analýza finančních trhů 1. vyd. Praha: Grada, 1995, str. 471- 481