



ИЗСЛЕДВАНЕ НА ФИНАНСОВИТЕ ПАЗАРИ

Инвестиционни перспективи 2019

РЕЗЮМЕ

Целта на това изследване е да определи количествено общите инвестиционни възможности и рискове, както и да установи тенденциите, очакванията и слуховете на финансовите пазари през 2019.

Георги Христов – Инвестиционен консултант и Портфолио мениджър в Първа инвестиционна банка АД

georgi.hristov@fibank.bg

CONTENT:

➤ ВАЖНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ РИСКОВЕ	3
➤ ВЪВЕДЕНИЕ	3
➤ ПАЗАРНАТА СИТУАЦИЯ	3
➤ КАПИТАЛОВИ ПАЗАРНИ ИНДЕКСИ	7
➤ НЯКОИ ДАННИ ЗА РИСКА	16
➤ АМЕРИКАНСКИ КАПИТАЛОВ ПАЗАР	22
➤ СТОКИ (COMMODITIES)	26
➤ ДАННИ	28
➤ ИЗТОЧНИЦИ	28
➤ ЛИТЕРАТУРА	28
➤ ОТКАЗ ОТ ОТГОВОРНОСТ ОТНОСНО ИНВЕСТИЦИОННО ИЗСЛЕДВАНЕ/АНАЛИЗ	29

ВАЖНА ИНФОРМАЦИЯ ЗА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ РИСКОВЕ

Инвестирането и спекулирането на финансовите пазари е свързано с поемането на голям брой различни рискове, което би могло да доведе и до пълна загуба на инвестирания капитал. Инвестиционната теория допуска, че инвеститорите са рационални и, че са в състояние да правят логически обоснован компромис между очакваната възвръщаемост и риска. Но инвеститорите са човешки същества от което следва, че емоциите неизбежно влизат в играта. Едно от най-сериозните предизвикателства при финансовите професионалисти е как да се определи надеждно индивидуалният рисков профил на дребния инвеститор, тъй като хората често и напълно несъзнателно могат да действат емоционално по отношение на спестяванията си и техните инвестиционни съветници не рядко са затруднени да преценят как тези емоции биха се отразили на бъдещите им финансови решения.

Това изследване не взема предвид инвестиционните цели, финансовото състояние или конкретните нужди на който и да е конкретен инвеститор или отделен традиционен спестител. Един от фундаментите на традиционната инвестиционна теория, според допусканията на W. Sharpe, е, че всички инвеститори влагат капитала си в някаква комбинация, съставена от безрисков актив и пазарния портфейл. Генералната идея на модела CAPM¹ е да представи риска и да калкулира количествено компенсацията, която инвеститорът изисква, за да поеме някакво



количество допълнителен риск. Разпределянето на вложените средства между „risk-free asset“ и „risky market portfolio“ се определя единствено от индивидуалната степен на неприемане на риска „the risk aversion“ на съответния инвеститор. Но от друга страна, със сигурност можем да твърдим, че действията на инвеститорите не са в съответствие с традиционното допускане

за рационалност. Множество изследвания показват, че в ситуация на неопределеност хората често се консултират с другите, за да получат повече информация и така да придобият усещането за по-добро разбиране на ситуацията. Например, копирането на поведението на другите е един от преобладаващите механизми при вземане на решения за покупка (или продажба). Абсолютно всеки от нас понякога прави ирационални изводи. “Както всички знаем, дори и умните хора могат да вземат тъпи решения” – пише Dr. E.T. Prince, CEO и основател на Perth Leadership Institute – “Ние трябва да добавяме този елемент в инвестиционните програми...” Най-общо, индивидуалният рисков капацитет зависи от обективни икономически обстоятелства, като инвестиционния хоризонт, нуждите от ликвидност, дохода, богатството, данъчната ставка и куп други фактори. В този смисъл, преди да се прави инвестиционно решение, базирано на това изследване, реципиентите трябва да преценят доколко това изследване (като цяло) и която и да е от информациите, включени в него са подходящи и съответстващи на инвестиционните им нужди, цели и възможности. Европейските регулации² задължават инвестиционните фирми да определят рисковия профил на клиента преди да му предложат инвестиционен продукт. В този смисъл, изследването ни не е замислено и конструирано като инвестиционен съвет. В допълнение, цените, ползвани за направените от нас изчисления са индикативни, възможно е да не са абсолютно точни и не са подходящи за директен трейдинг. Нещо повече, миналото представяне на финансовите инструменти не е показател за бъдещото им представяне. Много е

¹ Capital asset pricing model: https://en.wikipedia.org/wiki/Capital_asset_pricing_model

² Article 25 of the MiFID II

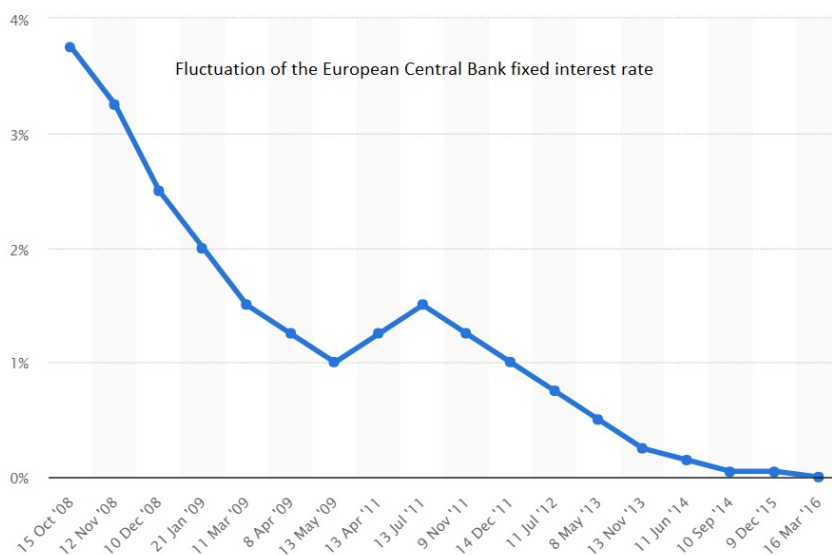
вероятно мненията и прогнозите включени в това изследване да не са подходящи и уместни за всеки инвеститор. Те имат само информационен и научно-изследователски характер, поради което, авторът не носи никаква отговорност за евентуални загуби или вреди, в резултат от позоваване на представената в този документ информация, включително отделни данни, котировки, графики, стратегии за търговия и др.

ВЪВЕДЕНИЕ

Принципно, инвеститорите следят с безпокойство множество икономически и финансови променливи, но двете най-важни от тях неизменно са инфлацията и растежът. Фундаменталната минимална цел обикновено е постигането на възвръщаемост, която поне да превъзхожда инфлацията. Разглеждайки разнообразието от подходи, още през 2003 Robert Jaeger пише³, че приспособяващият се хеджър има нужда от волатилност, импулсно ориентираният инвеститор се нуждае от тренд, контриращият трейдър има нужда от липса на тренд и от пазари с тенденция за връщане към средната, рисковият арбитражор има нужда от наситен поток сделки, при приемливо широки нива на спреда и т.н. Идеята е, че различните инвестиционни стратегии имат различен източник на възвръщаемост... Но при всички случаи остава валидно предположението, че бъдещите входящи парични потоци трябва да бъдат удовлетворяващо по-големи от паричните обеми, които са вложени днес...

ПАЗАРНАТА СИТУАЦИЯ

Като начало, приемаме инвестициите на ритейла, като алтернативна възможност при масовото спестяване, съпоставена спрямо силния, традиционно изграден спестовен модел на банковите депозити. Традиционно, депозитите остават предпочитани в портфейлите на домакинствата... Анализите показват, че в Централна и Източна Европа растежът на банковите депозити е допринесъл в най-голяма степен за увеличаване богатството на домакинствата в годините след кризата през 2008. Статистиката⁴ по-долу илюстрира движението на лихвения процент на ЕЦБ към май 2019. ЕЦБ прие нулева лихвена ставка на 16 март 2016.



Тази ситуация, естествено, не е актуална само за ЕС. Причината, поради която домакинствата в ЦИЕ предпочитат депозитите като форма на спестяване, е традиционното им възприемане като

³ Jaeger R.A., Ph.D., "All about hedge funds" – 2003, McGraw-Hill.

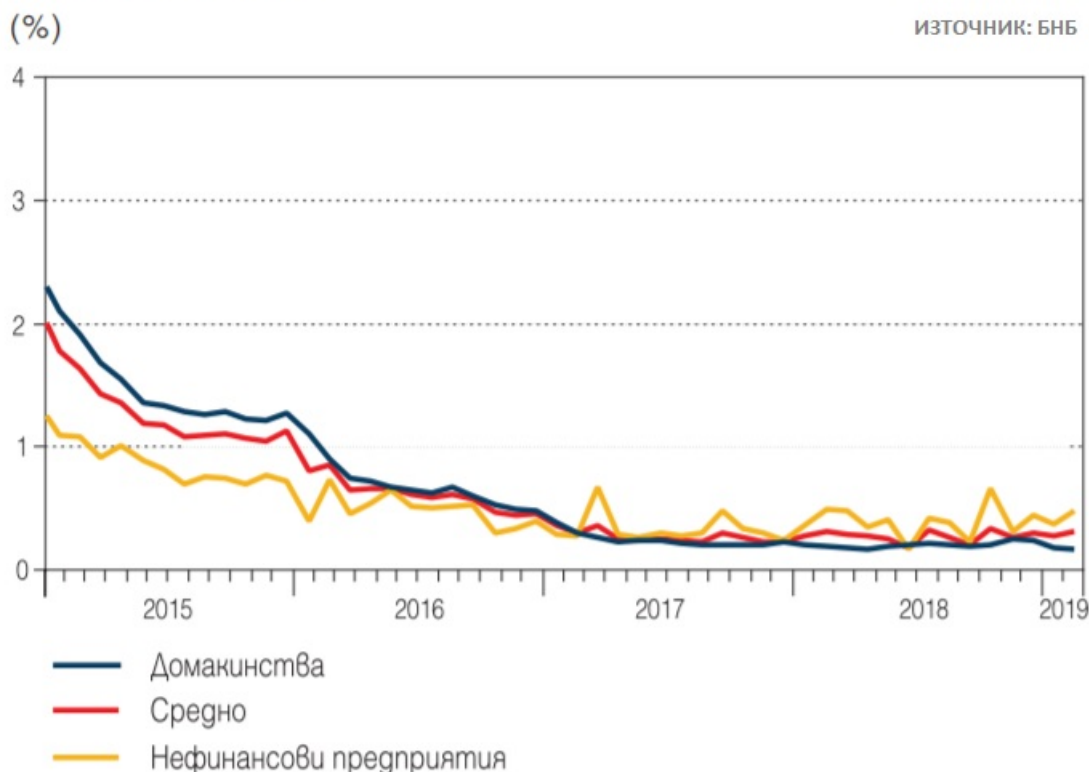
⁴ Source: www.statista.com

"безрисков" финансов инструмент, който при банковата конкуренция би трябвало да поддържа все пак някакви приемливи нива на рентабилност. Това тълкуване, обаче беше сериозно дискредитирано от задълбочаващата се тенденция на нулеви и отрицателни лихвени нива, следвана от водещите централни банки през разглеждания период.

Логично, като мощен фактор, определям голямото влияние сред спестителите на лихвите по депозити, които търпят сериозен срив в европейски и съответно в местен аспект.

Лихвени проценти по новодоговорени срочни депозити

а) по сектори



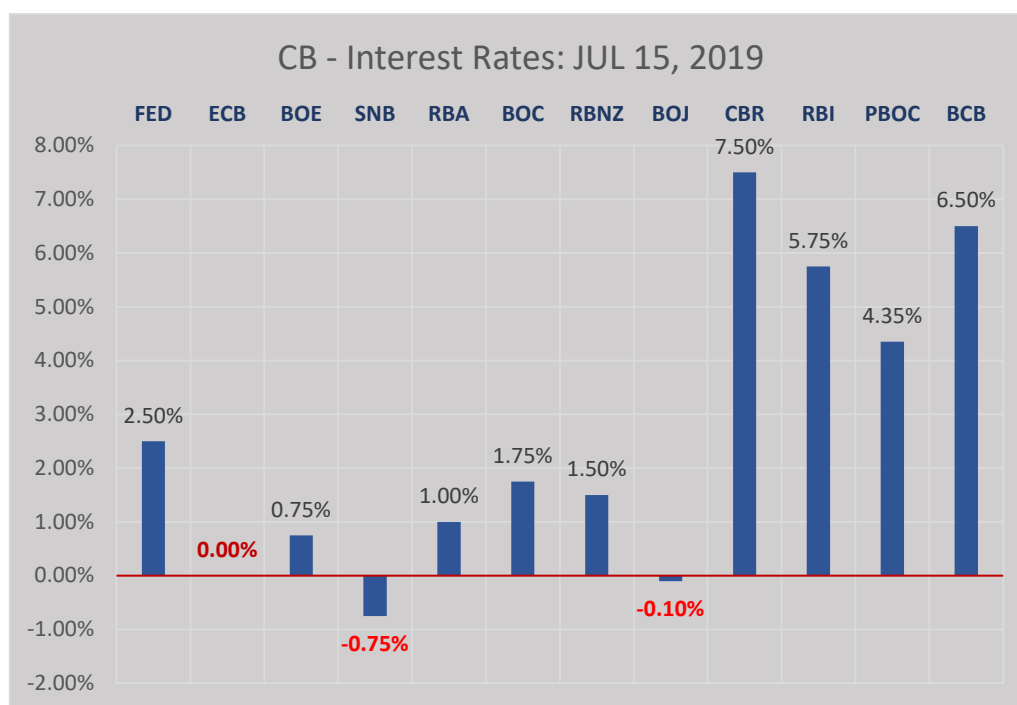
За разлика от развитите и високо ликвидни пазари, спадът в цените на суровините и опасенията от китайско забавяне запазват натиска върху развиващите се икономики. Редица от тези страни се сблъскаха и с тенденции за спад при валутите си, висока инфлация и безработица. – пише в един свой коментар Spriha Srivastava, News Editor в CNBC⁵.

Ефектът от изоставащото представяне на нововъзникващите пазарни икономики е притеснителен, докато до неотдавна те бяха основен двигател на световния икономически растеж. Страните с възникващи пазари, които имат особено голям дефицит по текущата сметка, са пряко уязвими и спрямо поскъпването на USD, защото финансирането на големи дефицити по текущата сметка изисква и голям валутен дълг, който често е деноминиран в щатски долари. От друга страна, след валутните кризи от 90-те години, EMEs полагат централизирани усилия да се застраховат срещу риска от внезапни изходящи потоци и големи девалвации. В същото време, промените във валутните резерви често се корегират положително според курса на домашните валути, което принципно предполага, че така се поглъща натискът на валутния курс.

⁵ <https://www.cnbc.com/spriha-srivastava/>

Изследванията⁶ на BIS показват, че през последните две десетилетия рамките на паричната политика на EMEs все повече се фокусира върху поддържането на стабилност на цените на вътрешния пазар. Входящите капиталови потоци се увеличаваха постоянно от средата на 2000-те години, докато от 2013 насам започна значително забавяне.

Комбинацията от инфлационно таргетиране и валутна интервенция, допълнени от макропруденциални политики, доведе и до някои благоприятни макроикономически резултати. Въпреки това, развиващите се икономики се сблъскаха с необичайно бърз растеж на кредитирането, отразяващ благоприятните финансови условия в глобален мащаб, което потенциално увеличава рисковете за финансовата им стабилност. В резултат на всичко това, текущата дилема за инвеститорите, продължава да бъде дали да запазят експозициите си в развиващите се икономики или е време за крачка назад.



Истината е, че Централните банки все по-трудно намират реалистични инструменти, въпреки че за инвестиционната маса всяка следваща среща е нова надежда за повече яснота.

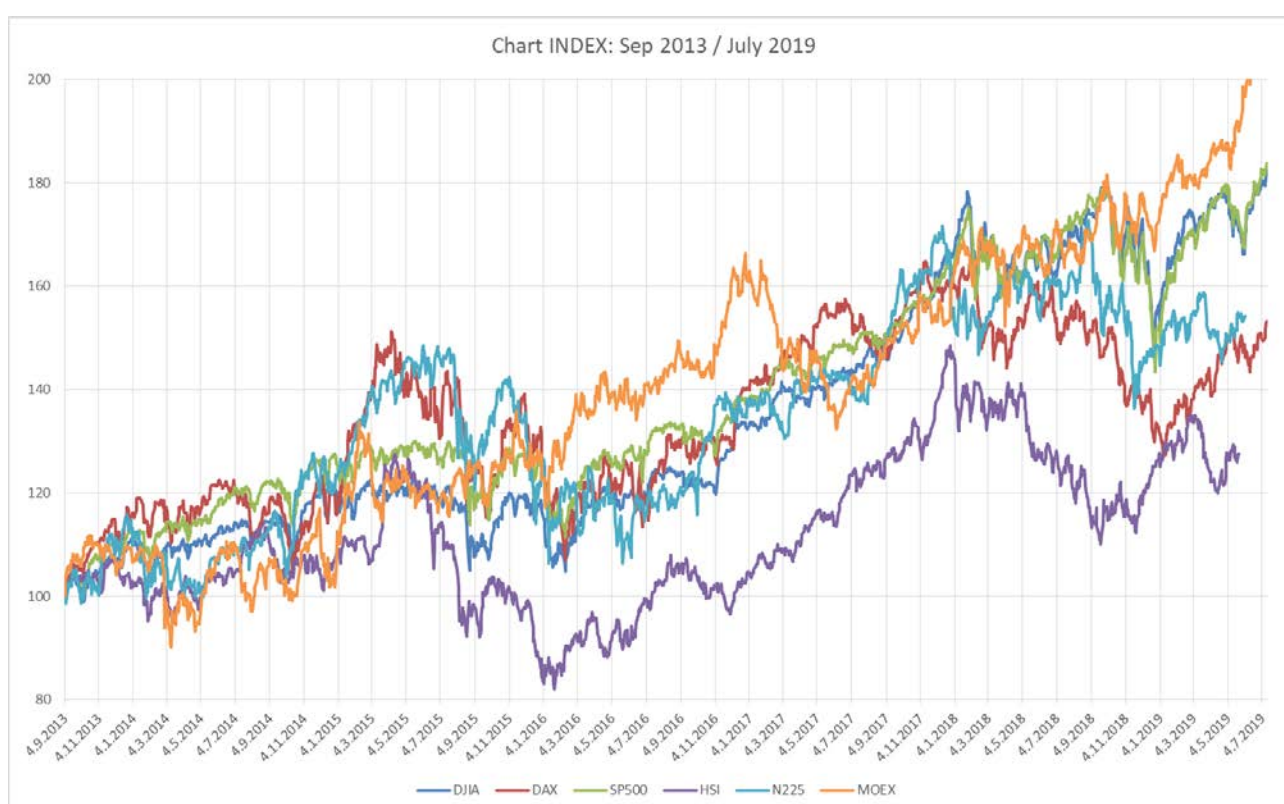
Central Bank	Interest Rates	Next Meeting	Curr.	Last change
Federal Reserve (FED)	2.50%	Jul 31, 2019	USD	Dec 19, 2018 (25bp)
European Central Bank (ECB)	0.00%	Jul 25, 2019	EUR	Mar 10, 2016 (-5bp)
Bank of England (BOE)	0.75%	Aug 01, 2019	GBP	Aug 02, 2018 (25bp)
Swiss National Bank (SNB)	-0.75%	Sep 19, 2019	CHF	Jan 15, 2015 (-50bp)
Reserve Bank of Australia (RBA)	1.00%	Aug 06, 2019	AUD	Jul 02, 2019 (-25bp)
Bank of Canada (BOC)	1.75%	Sep 04, 2019	CAD	Oct 24, 2018 (25bp)
Reserve Bank of New Zealand (RBNZ)	1.50%	Aug 07, 2019	NZD	May 08, 2019 (-25bp)
Bank of Japan (BOJ)	-0.10%	Jul 30, 2019	JPY	Jan 29, 2016 (-20bp)
Central Bank of the Russian Federation (CBR)	7.50%	Jul 26, 2019	RUB	Jun 14, 2019 (-25bp)
Reserve Bank of India (RBI)	5.75%	Aug 07, 2019	INR	Jun 06, 2019 (-25bp)

⁶ BIS Annual Economic Report 2019: „Monetary policy frameworks in EMEs” - <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e2.htm>

People's Bank of China (PBOC)	4.35%	?	CNY	Oct 23, 2015 (-25bp)
Central Bank of Brazil (BCB)	6.50%	Jul 31, 2019	BRL	Mar 21, 2018 (-25bp)

Моята интерпретация на наблюдаваните данни и корелации в периода е, че инвестициите във финансови инструменти (или взаимни фондове) и банковите депозити не се възприемат от домакинствата в ЦИЕ като две различни конкурентни алтернативи, а по-скоро като две лица на един и същ пазар. Инвестициите и спестяванията на домакинствата психологически често се тълкуват като едно и също нещо, разграничавано единствено от традициите и поведенческата мотивация. Докато оптимизацията на полезността и изборът, правен по-късно, би следвало теоретично да съпоставят толеранса към риска и очакваната възвръщаемост.

Очакванията са базовите лихвени проценти на ЕЦБ да се запазят без промяна през прогнозния краткосрочен и средносрочен период. Според това изглежда логично и рационално интересът към инвестиционните възможности в развитите икономики да нараства.



Още от края на 20-ти век формирането на нагласи и убеждения на инвеститорите се тълкува не само като източник на риск, но и като фактор за формиране на обемите и пазарните цени на активите. Процесите на доверие и оценка при потребителите днес са под силното влияние както на продължителните нулеви лихвени нива, поддържани от централните банки, така и на продължаващия дефлационен натиск. Какво се случва от гледна точка на потенциалния инвеститор? Пазарът на активи предлага твърде примамливи възможности, по отношение на приходите. По този начин импулсната стратегия⁷ продължава да изглежда наистина обещаващо за трейдърската общност.

⁷ Momentum investing: https://en.wikipedia.org/wiki/Momentum_investing

От друга страна е очевидно натрупването на все повече рискови фактори, които не могат да бъдат управлявани пасивно. На пръв поглед нещата изглеждат прекрасно. Пазарът на акции достига екстремни висоти. Подобен растеж се е случвал само три пъти в историята досега - през 1929, 2000 и 2007 година. В този смисъл, за по-предпазливите, рестриктивното управление на риска става задължително на фона на все по-видимия балон.

Според публикация на CNBC⁸, Marko Kolanovic (Top Quant на J.P. Morgan) прогнозира, че "голямата криза на ликвидността" скоро ще удари финансовите пазари, придружена от катастрофа в цените на акциите и силни социални вълнения. „Централните банки ще бъдат принудени да предприемат безпрецедентни действия, като директни покупки на акции или отрицателни данъци върху дохода. – казва г-н Kolanovic – Кога ще настъпи тази следваща криза е трудно да се определи, така че пазарите през първата половина на 2019 продължават да изглеждат все още безопасни”. В допълнение, поредица изследвания на JPMorgan установиха, че инвеститорите поддържат все по-големи обеми в еднакви позиции, което естествено създава допълнителна нестабилност в пазарното равновесие.

Изследваните от нас данни показват, също така много висока и значима корелация между степента на агресивност при програмите за количествено облекчение на водещите централни банки спрямо растежа на световните капиталови пазари. Същевременно активите на централните банки достигат 4.5 пъти по-високи нива в сравнение с периода преди 2008. Всичко дотук създава явен пазарен дисбаланс, но и множество отлични възможности за арбитраж.

Въпреки изложените опасения, към момента, импулсната стратегия изглежда най-печеливша в краткосрочен план. За средносрочен период би било доста по-подходящо използването на по-консервативни инвестиции или пазарно неутрални подходи, осигуряващи доста по-висока безопасност спрямо пазарния риск.

КАПИТАЛОВИ ПАЗАРНИ ИНДЕКСИ⁹

През първите две тримесечия на 2019 виждаме волатилен, но сравнително устойчив възходящ тренд на основните борси.

Текущите консенсусни очаквания на инвеститорите в глобален мащаб остават бичи. Американските икономически новини и поведението на президента Тръмп по-скоро поддържат позитивните настроения в САЩ, докато нагласите на инвеститорите относно икономическото развитие в еврозоната се влошиха през юли до близо 5-годишно дъно. Така, докато ФЕД разчиства пътя за първо понижаване на лихвите от 2015 насам, а ЕЦБ обмисля нови стимулиращи мерки, Рей Далио¹⁰ призова инвеститорите да променят начина си на мислене в края на най-дългия бичи пазар в историята на Уолстрийт.

Първият капиталов индекс е създаден на 03 юли 1884. Това е DJIA. Индексът на сините американски чипове е ценово претеглен (като Nikkei 225) и е приет като представителен за американската икономика и американския фондов пазар, въпреки че пропорционалността на цените във формулата му е много критикувана. DJIA се движи изцяло в синхрон с широкия индекс S&P 500. Неговият correlation coefficient¹¹ спрямо S&P500 е 0.9649. В болшинството

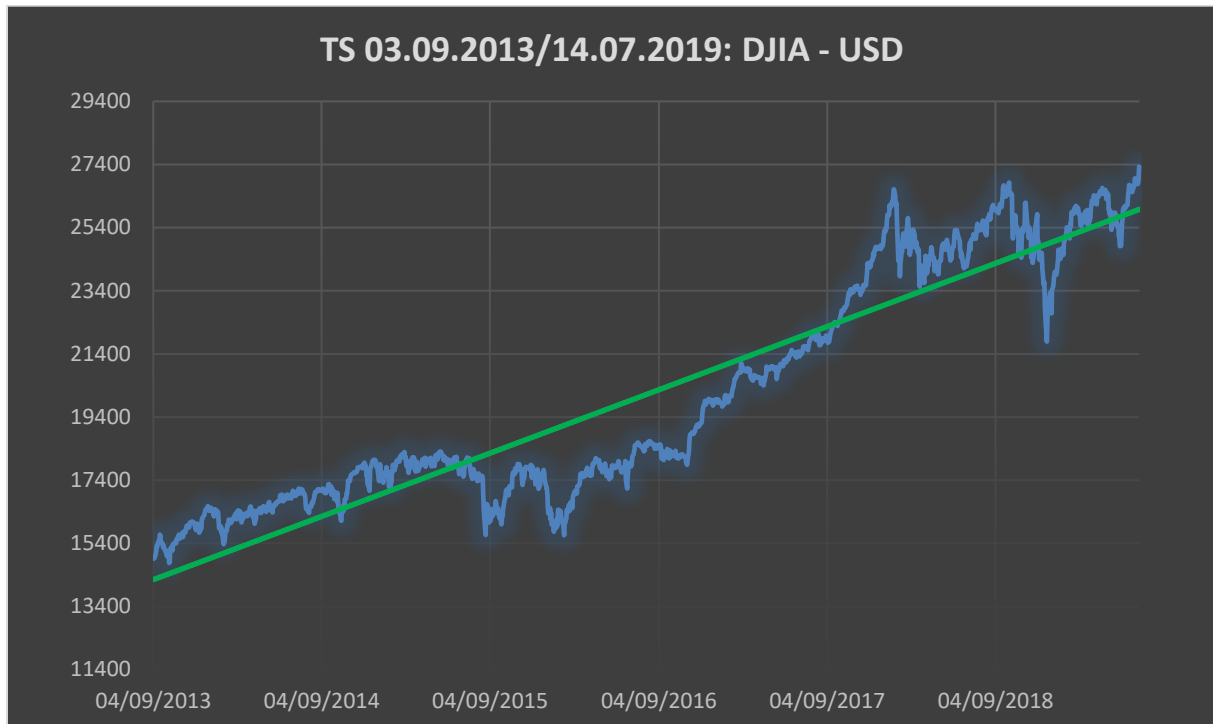
⁸ CNBC: <https://www.cnbc.com/2018/09/04/jpmorgan-says-next-crisis-will-feature-flash-crashes-and-social-unrest.html>

⁹ Stock market index: https://en.wikipedia.org/wiki/Stock_market_index

¹⁰ Raymond Dalio: https://en.wikipedia.org/wiki/Ray_Dalio

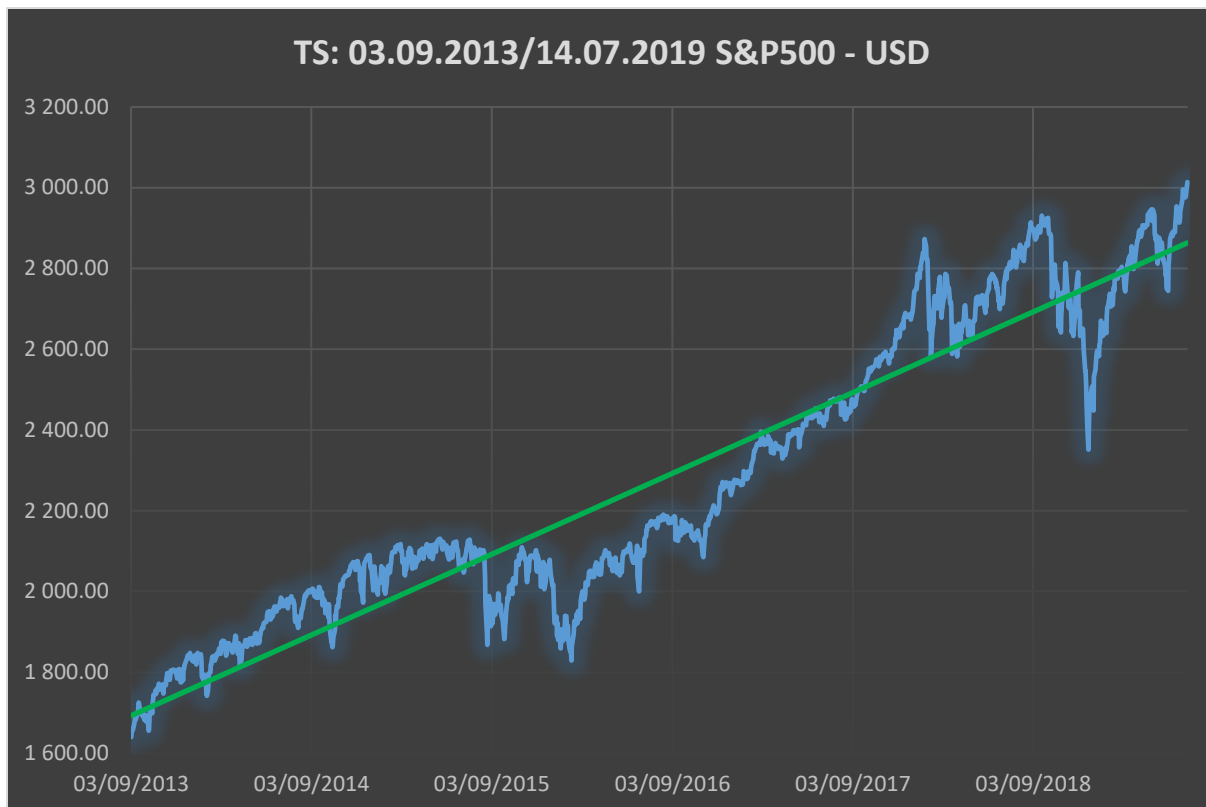
¹¹ Correlation coefficient: https://en.wikipedia.org/wiki/Correlation_coefficient#Types

случаи, повечето американски акции показват значима корелация и с двата индекса. Въпреки това, на американския пазар се появяват и акции, за които тази релация не е релевантна.

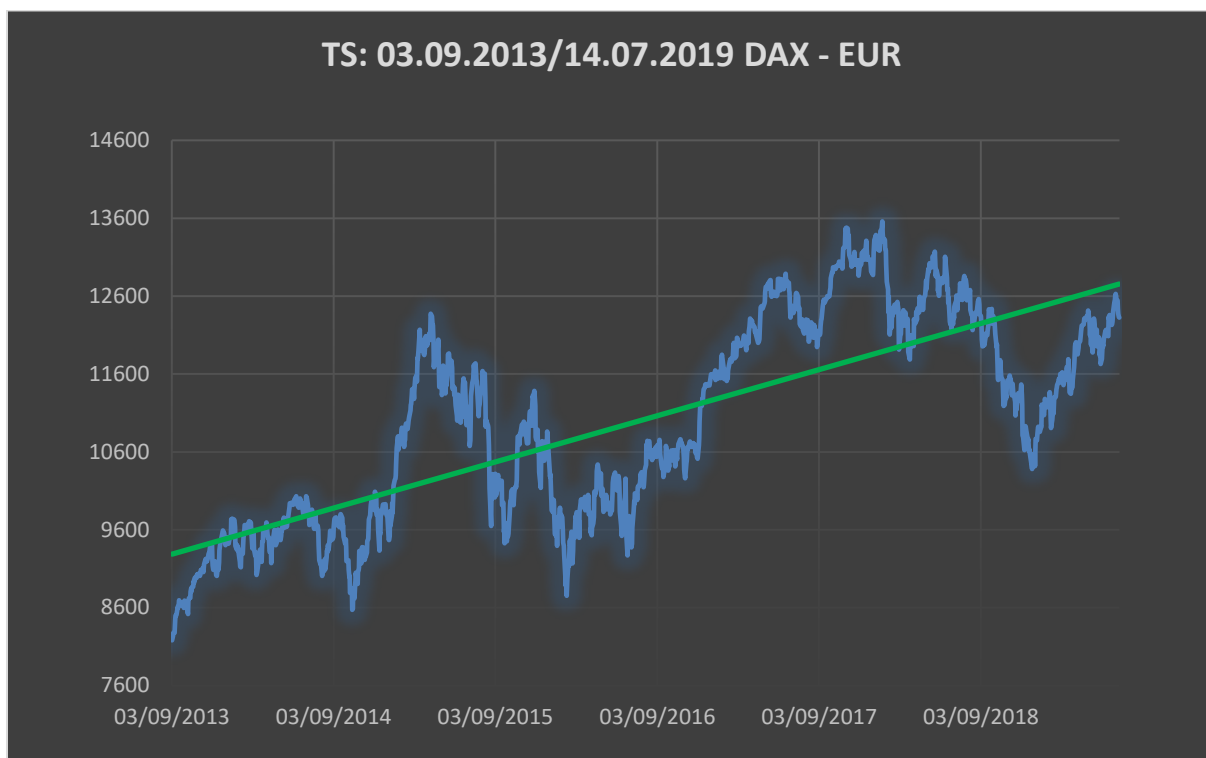


DJIA: карта според пазарната капитализация (14 юли 2019) – Source: finviz.com:



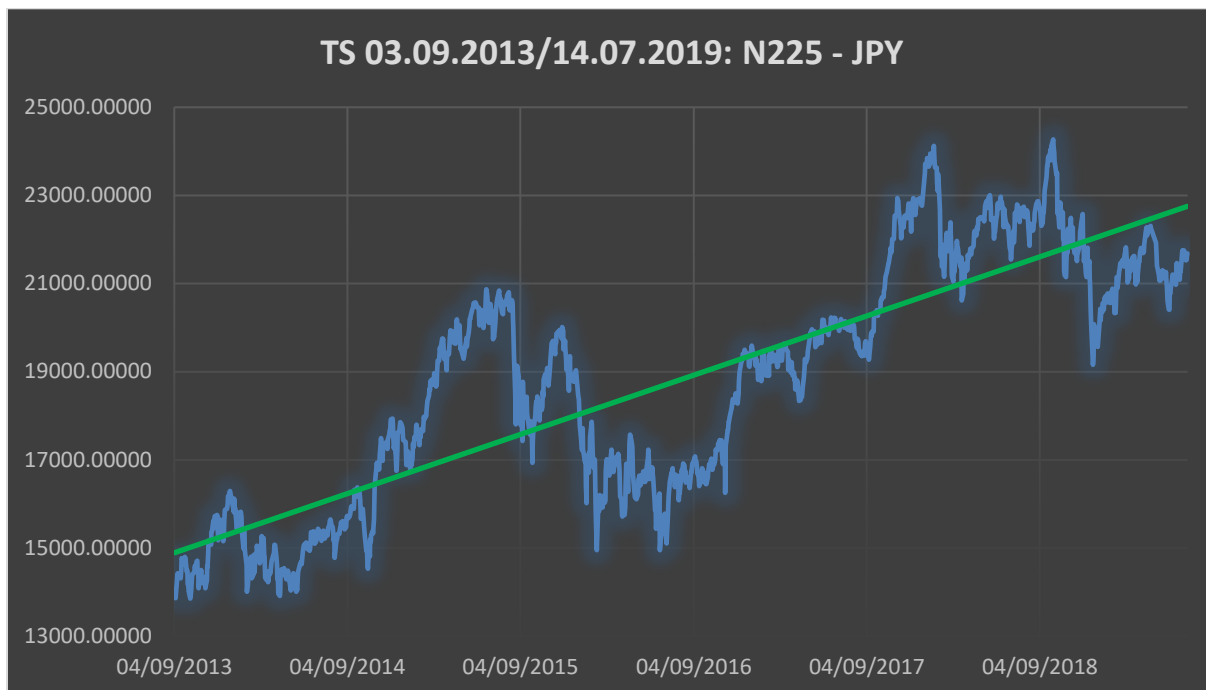


Германският DAX¹² е индекс на общата възвръщаемост на 30 германски сините чипове, търгувани на Франкфуртската фондова борса. DAX започва с базова стойност 1000 към 31 декември 1987 г. От 18 юни 1999 за изчисляване на DAX се ползват само цените на акциите от системата XETRA.



¹² DAX: <https://en.wikipedia.org/wiki/DAX>

Японският Nikkei-225¹³ Stock Average е ценово претеглен индекс, базиран върху 225 най-силни японски компании, търгувани на Първо ниво на Токийската фондова борса. Стойността на Nikkei е публикувана за първи път на 16 май 1949, при цена JPY 176.21



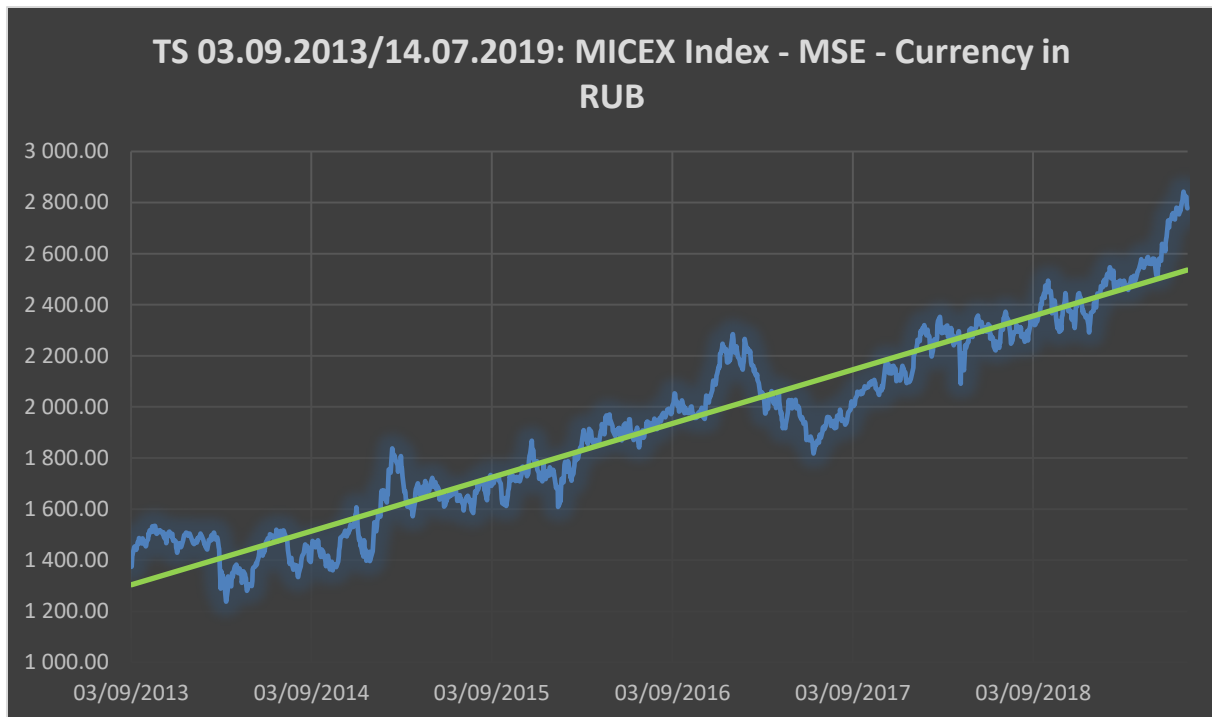
Индексът Hang Seng Index¹⁴ е претеглен според free-float капитализацията на компании от Фондовата борса в Хонг Конг. Валутата е - HKD. Индексът е започнал от базово ниво HKD 100 на 31 юли 1964.



¹³ Nikkei 225: https://en.wikipedia.org/wiki/Nikkei_225

¹⁴ Hang Seng Index: https://en.wikipedia.org/wiki/Hang_Seng_Index

Индексите на Moscow Exchange¹⁵ – водещата борсова група в Русия са капиталово-претеглени, базирани на цените на най-ликвидните руски акции на емитенти, представлящи основните сектори на руската икономика. Индексът MOEX Russia Index¹⁶ ((преди декември 2017 – се нарича MICEX) стартира на 22 септември 1997 г. Изчислява се в реално време и е деноминиран в рубли.



Представените по-горе изчисления са базирани върху 6 годишни динамични редове.

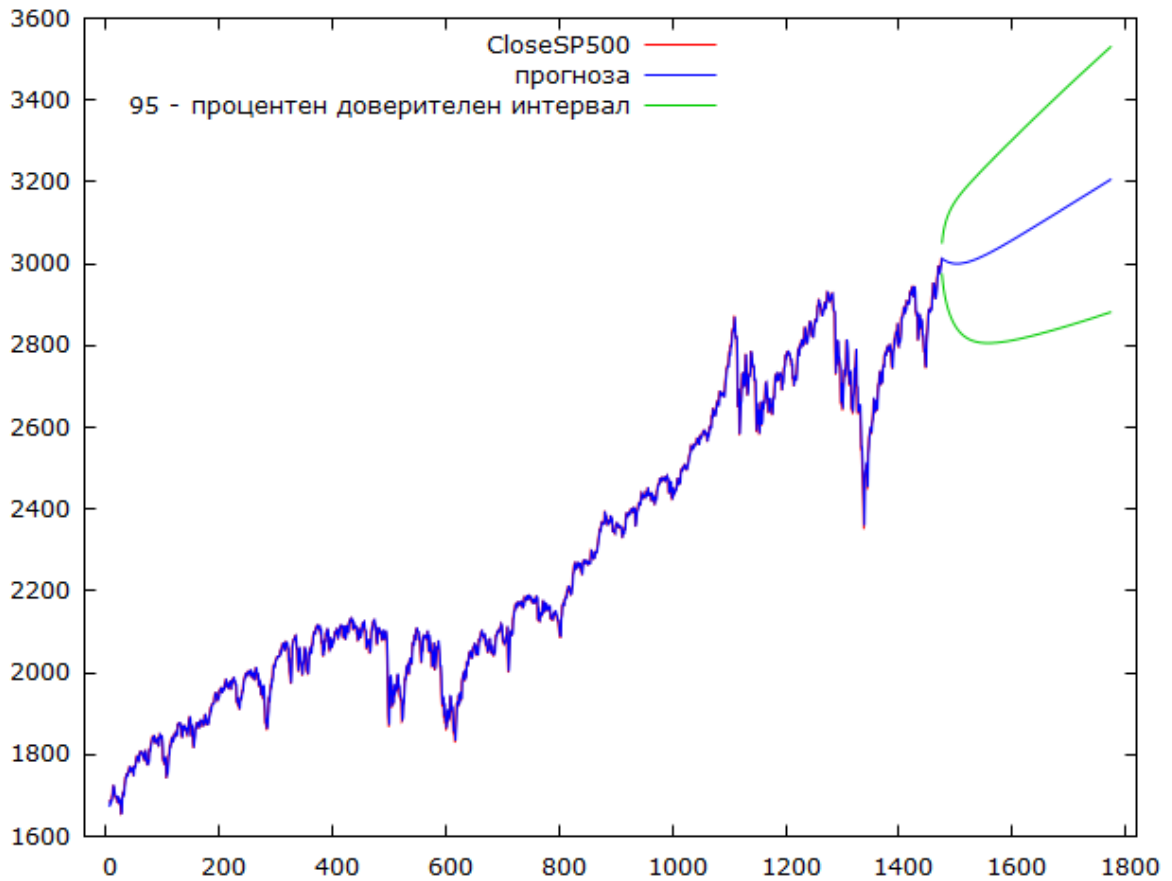
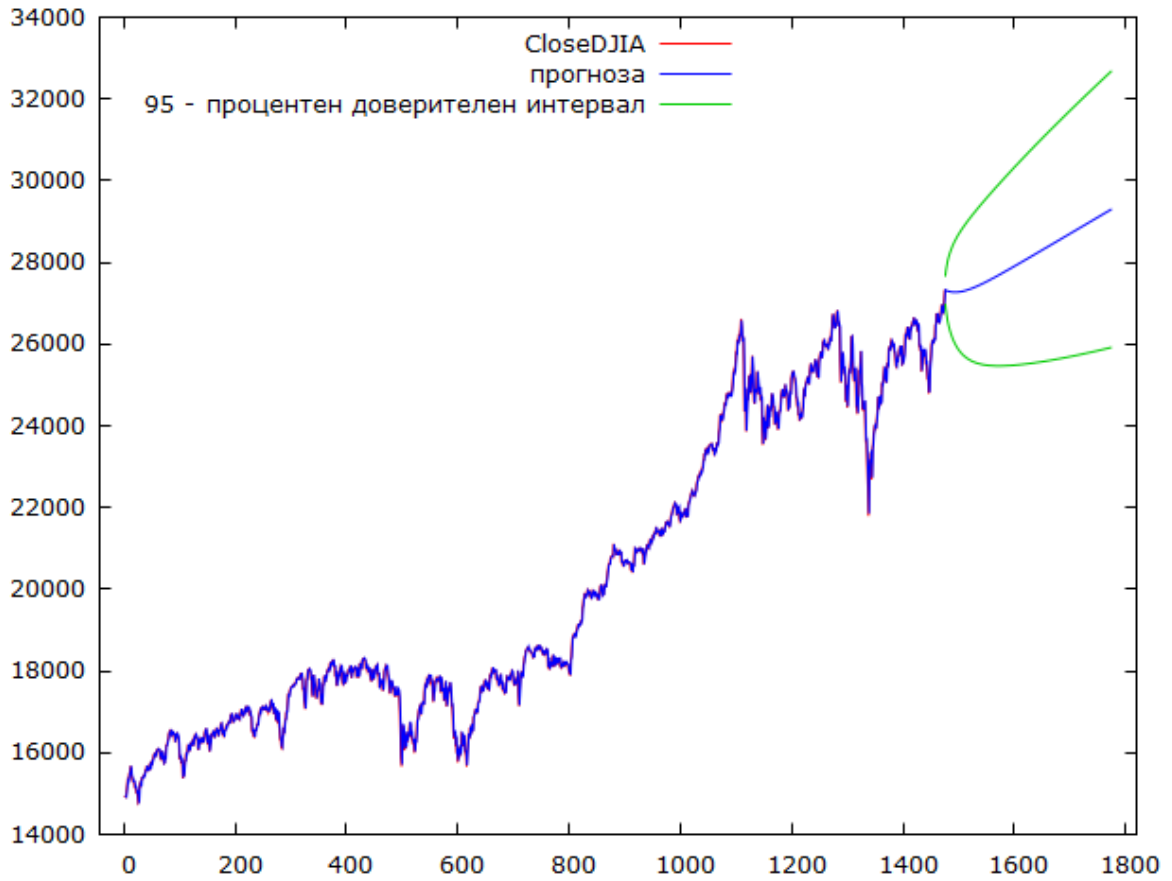
Нашият подход, базиран само на количествени данни, в случая е извършен чрез ARIMA¹⁷ модел (за 6 годишен исторически период). Моделът прогнозира оптимистични резултати за традиционен “buy and hold” трейдинг подход на пазара в САЩ и в доста по-слаба степен в Германия и Япония, при това за кратък времеви диапазон. Очевидно руският пазар изглежда доста по-рисков. Тук важно условие е и да не настъпят сериозни промени в общите пазарни условия. Използваме $\alpha = 0.05$, което е 95% доверителен интервал. Това означава, че моделът ARIMA оценява горната и долната стойност, като прогнозата допуска само 5% вероятност, че реалната стойност ще се измести извън показания диапазон. Моделът ни е настроен да изчисли прогноза за следващите 300 трейдинг дни.

За пазара в САЩ:

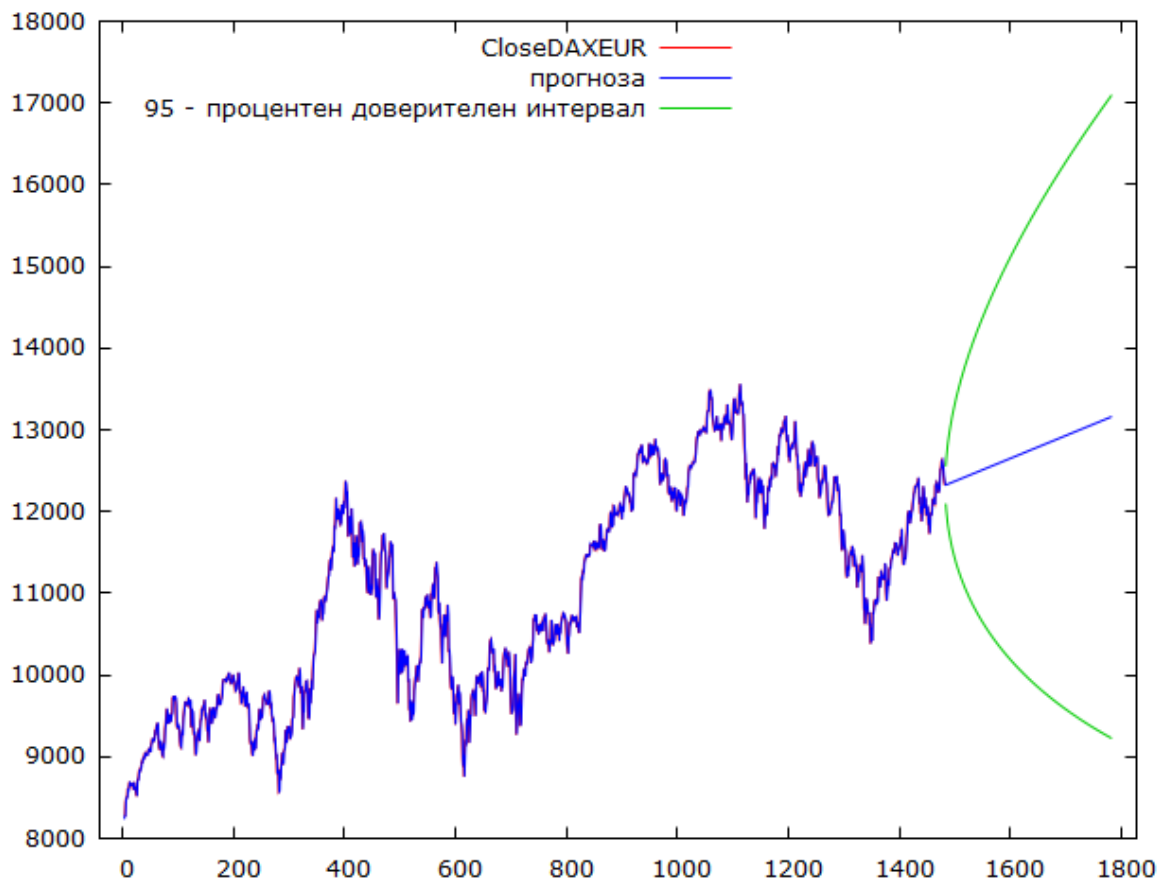
¹⁵ <https://www.moex.com/en/>

¹⁶ MOEX Russia Index: https://en.wikipedia.org/wiki/MOEX_Russia_Index

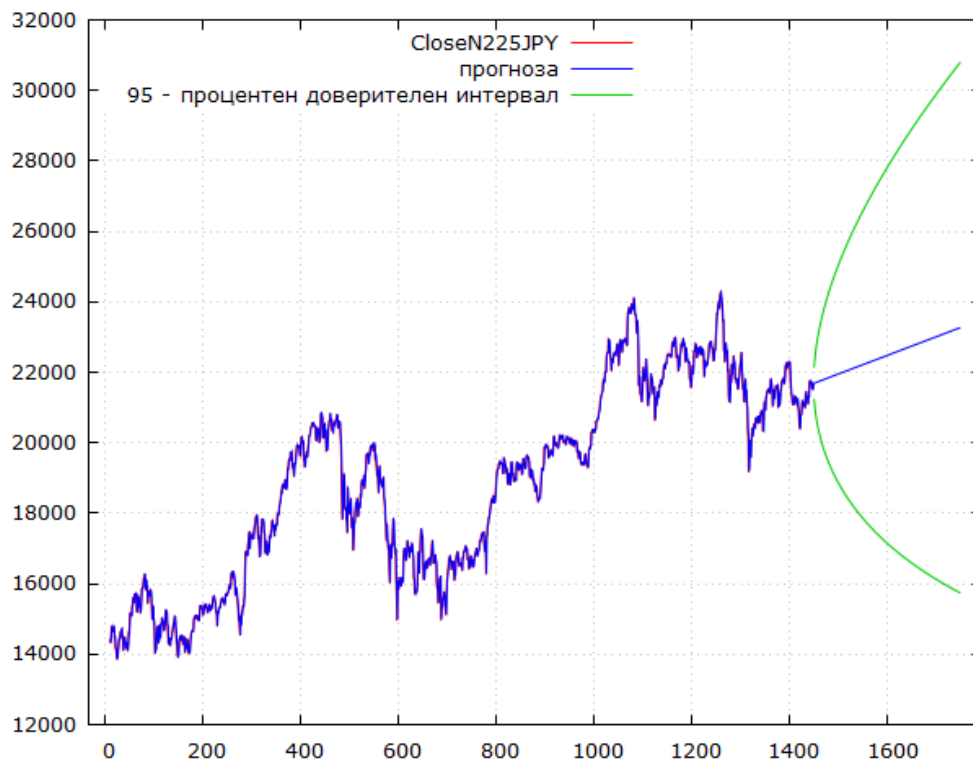
¹⁷ ARIMA: autoregressive integrated moving average – модел за иконометричен анализ на времеви редове, представляващ разширение на модела ARMA, пригоден за анализ на нестационарни времеви редове.



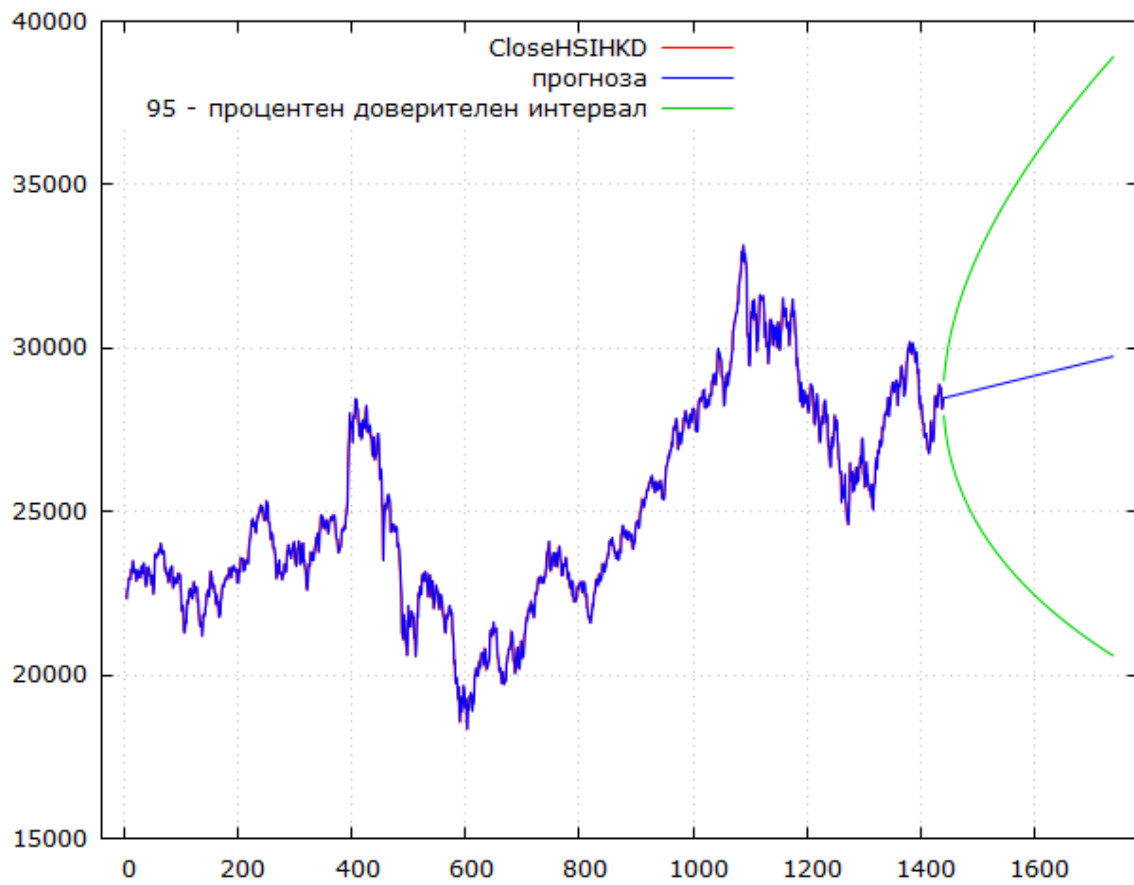
За пазара в Германия:



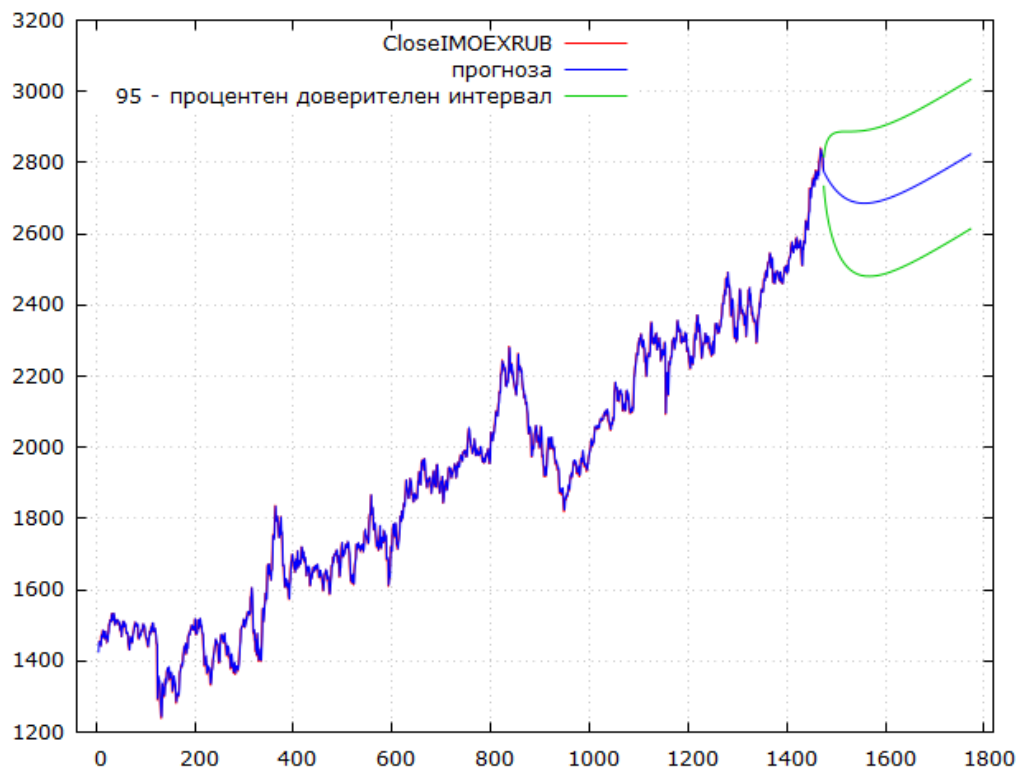
За японския фондов пазар::



За борсата в Хонг Конг:



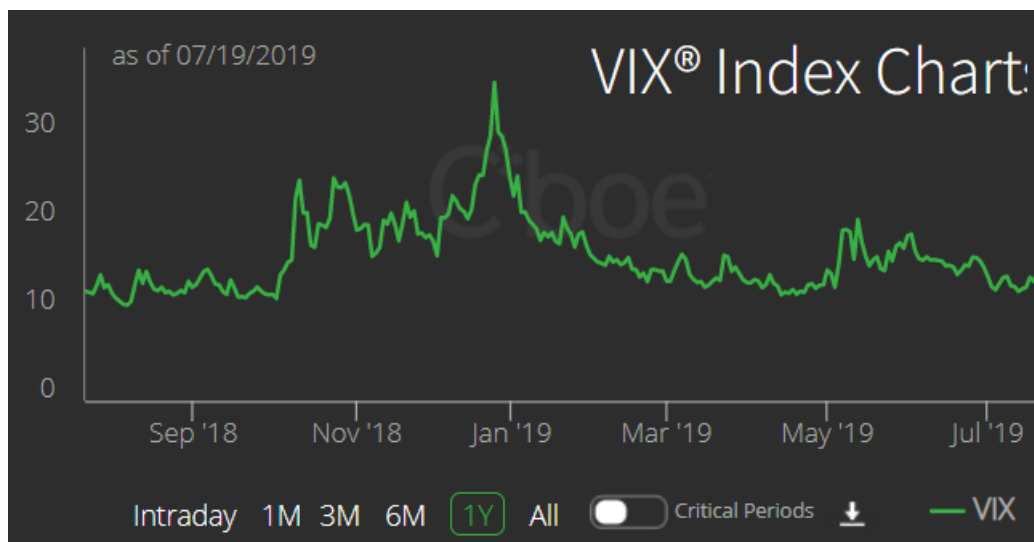
For Moscow Equity Market:



НЯКОИ ДАННИ ЗА РИСКА

В класическата финансова и академична методология мерките за риск са исторически базирани оценки. В болшинството от случаите инвестиционната теория обяснява цените на фондовата борса като "случайна разходка" ("random walk"¹⁸). Формално "random walk" е дискретен процес предполагащ с еднаква вероятност промени към +1 или -1. Теоретично това означава, че ценовите движения са случайни и следователно няма как да бъдат предвидени. Тази хипотеза е в съответствие с класическата хипотеза за ефективните пазари, която, от своя страна, никога не е била добре приета от професионалистите на Уолстрийт. Въпреки това, е напълно приемливо, ако опишем възвръщаемостта на финансовите активи с помощта на два основни компонента: едно средно ниво, наречено "drift" и "volatility". Волатилността се отнася пряко до степента на несигурност. Така при оценка за по-висока волатилност се предполага с висока степен на вероятност, че цената на съответния актив може да се промени драстично за кратък период от време.

Волатилността на американския пазар може да се следи и търгува с помощта на VIX-Volatility Index. Според СВОЕ, предназначението на индекса VIX е да осигури моментна мярка за това, как пазарът предполага, че S&P 500 ще се променя в рамките на 30 дни. Счита се, че индексът е надежден измерител за пазарната несигурност и според Chicago Board Options Exchange реално отразява оценката за бъдещата волатилност на американския капиталов пазар.



Традиционно волатилността определя общата преценка за риска на актива. Като цяло, обаче стандартното отклонение е мярката, която се използва при вземането на професионално инвестиционно решение, измервайки историческата променливост на възвръщаемостта на инвестицията. Важно е да се отбележи, че за арбитражорите пък, най-желани са активите с максимално висока волатилност.

Statistics: IND.- historical return and risk (Sept. 2013 / Jan. 2019 – daily):

JAN 2019 INDEX	Median ¹⁹	min.	max.	Standard Deviation	Coefficient of Skewness
DJIA	0.00054883	-0.04605	0.039516	0.0082107	-0.539750
DAX	0.00059861	-0.06823	0.049717	0.0111300	-0.274740

¹⁸ Random walk: https://en.wikipedia.org/wiki/Random_walk

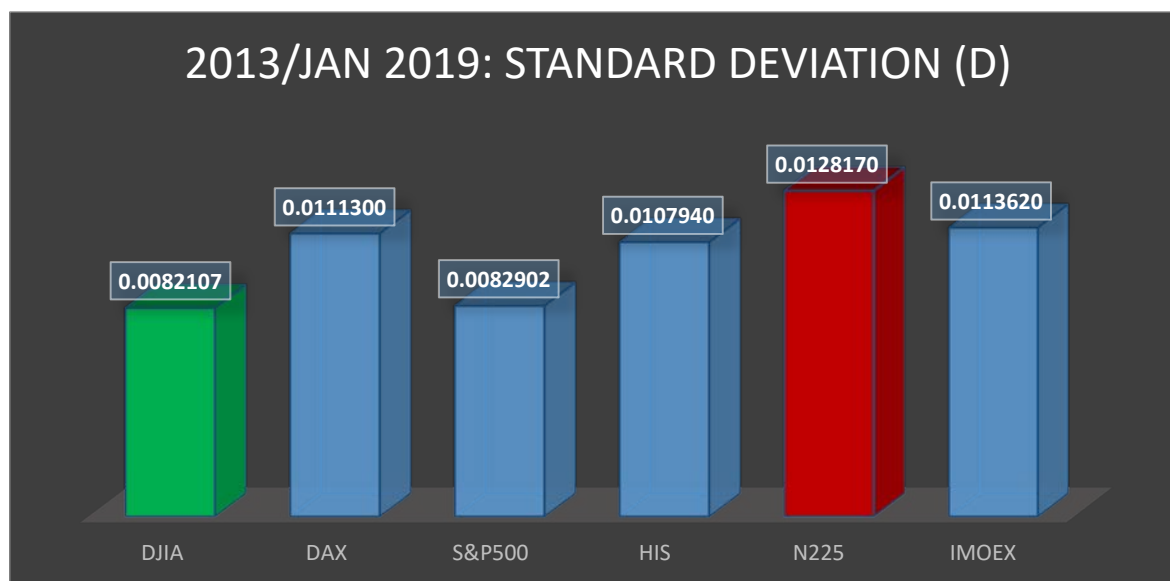
¹⁹ Median: <https://en.wikipedia.org/wiki/Median>

S&P500	0.00041867	-0.04098	0.049594	0.0082902	-0.379400
HIS	0.00053520	-0.05841	0.042113	0.0107940	-0.291810
N225	0.00059534	-0.07922	0.077089	0.0128170	-0.149430
IMOEX	0.00031925	-0.10791	0.052552	0.0113620	-0.746580

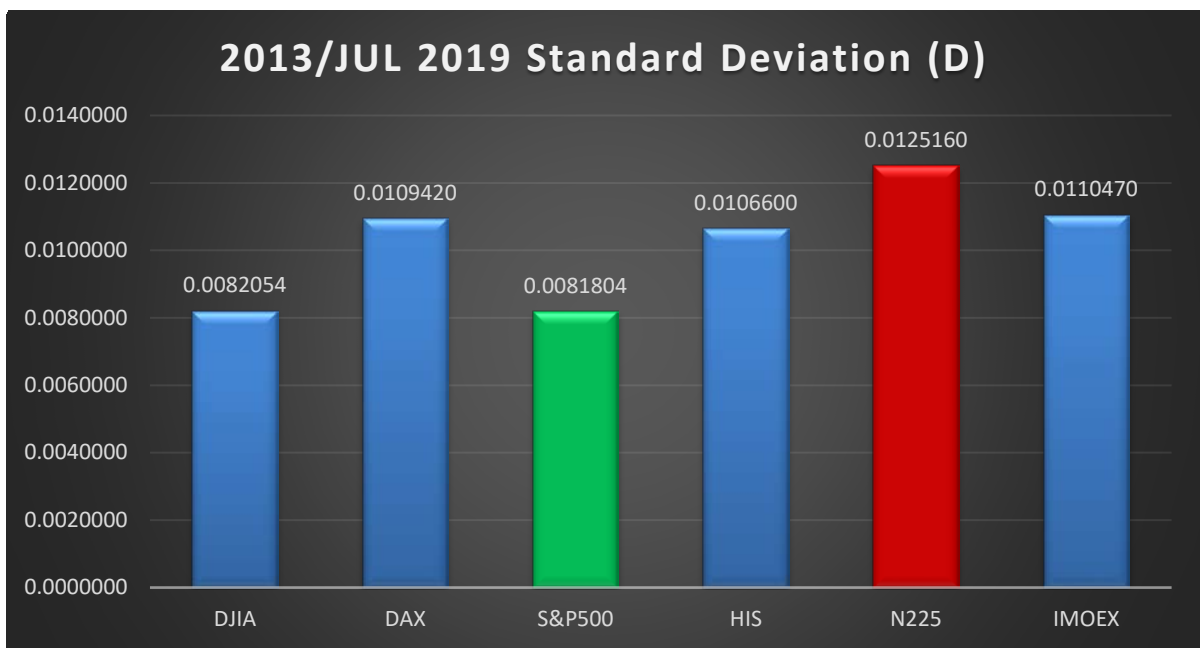
Statistics: IND.- historical return and risk (Sept. 2013 / Jul. 2019 – daily):

JUL 2019 INDEX	Median	min.	max.	Standard Deviation	Coefficient of Skewness
DJIA	0.00055658	-0.04605	0.049846	0.0082054	-0.389010
DAX	0.00069172	-0.06823	0.049717	0.0109420	-0.285670
S&P500	0.00052984	-0.04098	0.049594	0.0081804	-0.393860
HIS	0.00060564	-0.05841	0.042113	0.0106600	-0.285960
N225	0.00058963	-0.07922	0.077089	0.0125160	-0.150700
IMOEX	0.00039783	-0.10791	0.052552	0.0110470	-0.746150

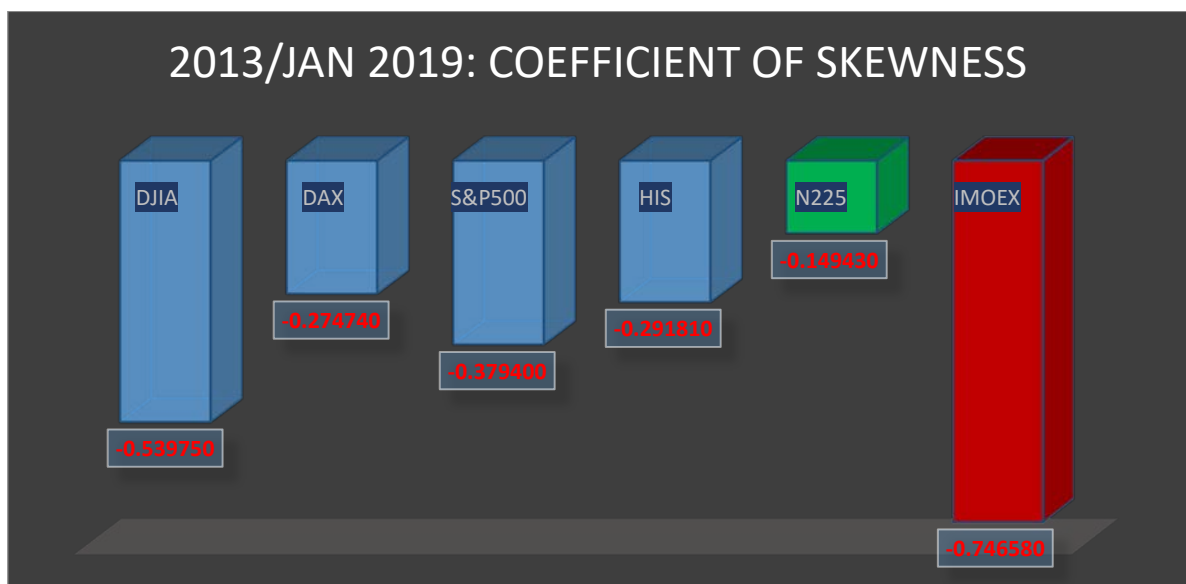
Standard Deviation²⁰ представя най-общо историческата волатилност на една инвестиция. Както вече подчертахме, по-волатилният финансов инструмент има и по-високо стандартно отклонение, докато при по-стабилните ценово активи то е с по-ниска стойност., Таблиците по-горе показват, че през първата половина на 2019 NIKKEI 225 запазва най-висока стойност на стандартно отклонение, което подчертава, че оценката за възвръщаемостта му е по-рискова.



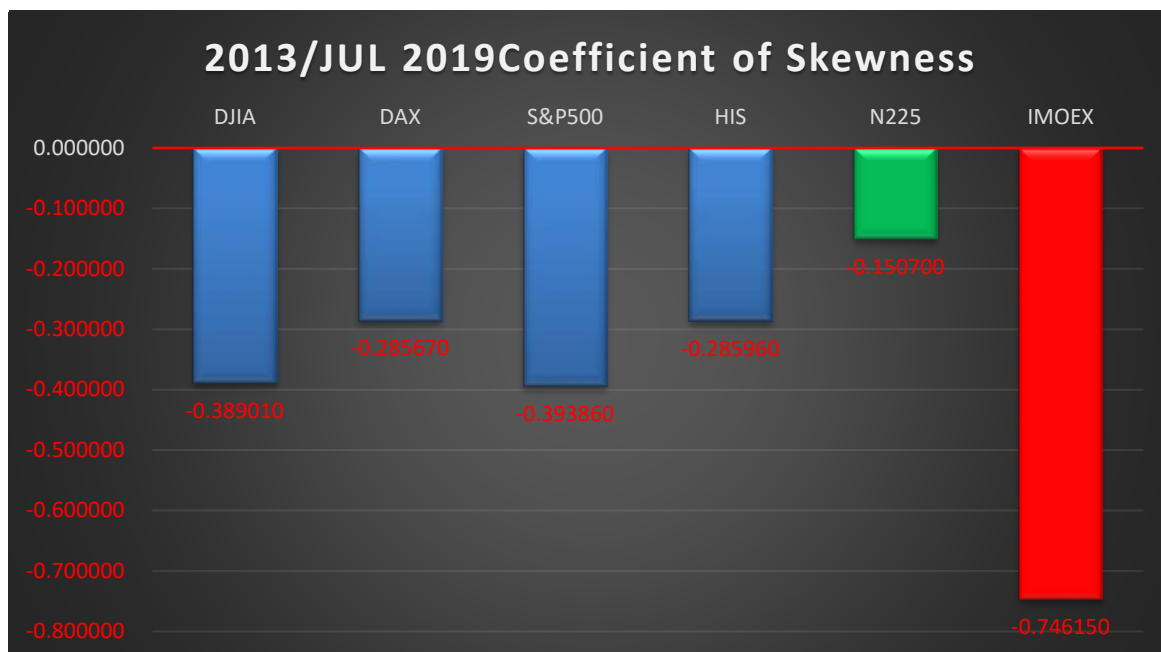
²⁰ Standard deviation: https://en.wikipedia.org/wiki/Standard_deviation



Коефициентът на асиметрия Coefficient of Skewness²¹ е статистически измерител за асиметрията на вероятностното разпределение на реалната стойност на наблюдаваната случайна променлива съотносено към нейната средна стойност. Приема се, че когато стойността му е различна от 0, но не превишава 1, разпределението може да се счита за умерено асиметрично.



²¹ Skewness: <https://en.wikipedia.org/wiki/Skewness>



Резултатите ни според данните за асиметрията не показват никакви стресиращи отклонения. Като цяло, положителното изместване на разпределението на възвръщаемостта е желано от повечето хедж фонд мениджъри. То показва по-вероятна малка честота, но на много големи печалби. При индексите в нашите данни асиметрията е отрицателна. Това предполага вероятност за множество малки печалби и за няколко големи загуби. Обикновено такава картина е добре дошла при някои специални стратегии като "merger arbitrage" например. Актуалната картина при индексите не се е променила от началото на 2019 и може да ни увери, че рискът за няколко големи загуби е най-вероятна при експозиции на руския пазар (представяван от IMOEX), докато тази възможност е най-малко вероятна за N225.

Като допълнителна стандартна количествена мярка, представяме и Coefficient of variation²² (CV). CV изразява най-общо количеството поеман риск спрямо единица очаквана възвръщаемост за съответния актив.

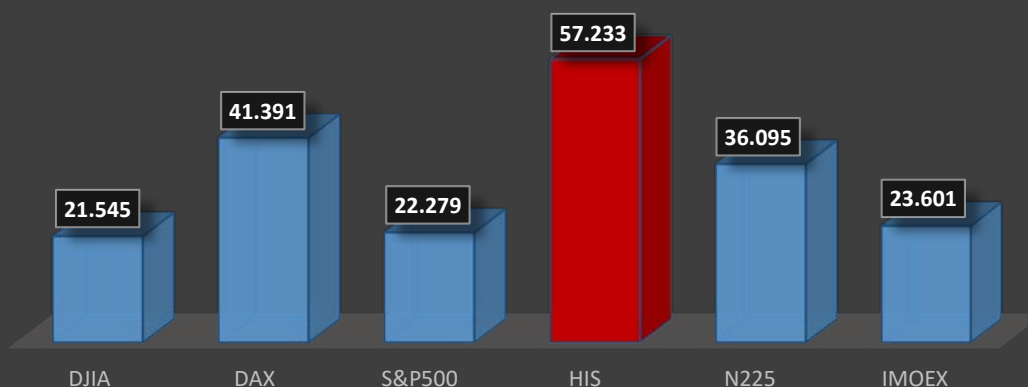
На таблицата по-долу е калкулацията според представянето на индексите по исторически данни за 6 години на дневна база:

JAN 2019	st dev (d)	E Return (d)	CV (d)	JUL 2019	st dev (d)	E Return (d)	CV (d)
DJIA	0.82%	0.0381%	21.545	DJIA	0.82%	0.0444%	18.493
DAX	1.11%	0.0269%	41.391	DAX	1.09%	0.0349%	31.365
S&P500	0.83%	0.0372%	22.279	S&P500	0.82%	0.0446%	18.333
HIS	1.08%	0.0189%	57.233	HIS	1.07%	0.0226%	47.244
N225	1.28%	0.0355%	36.095	N225	1.25%	0.0378%	33.112
IMOEX	1.14%	0.0481%	23.601	IMOEX	1.10%	0.0539%	20.494

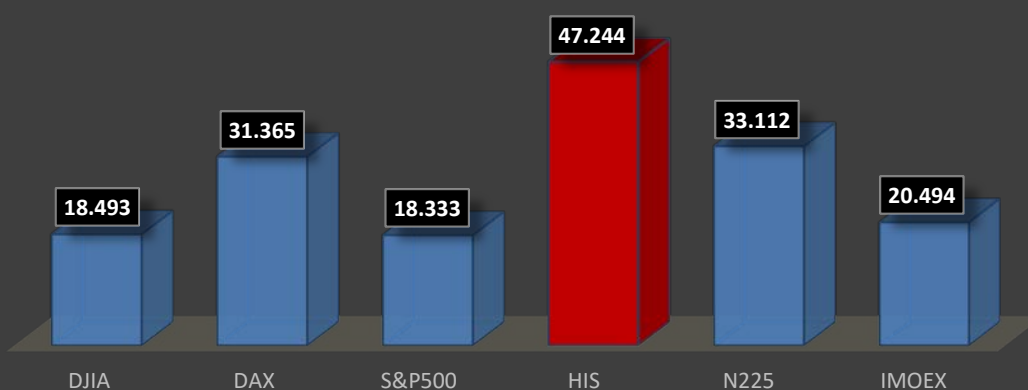
Очевидно, досега през годината, инвеститорите продължават да поемат най-голямо количество риск за единица очаквана възвръщаемост на фондовия пазар в Хонг Конг, следвани от японския пазар, който измества германския от второто място.

²² Coefficient of variation: https://en.wikipedia.org/wiki/Coefficient_of_variation

2013/JAN 2019: COEFFICIENT OF VARIATION (CV) (DAILY)

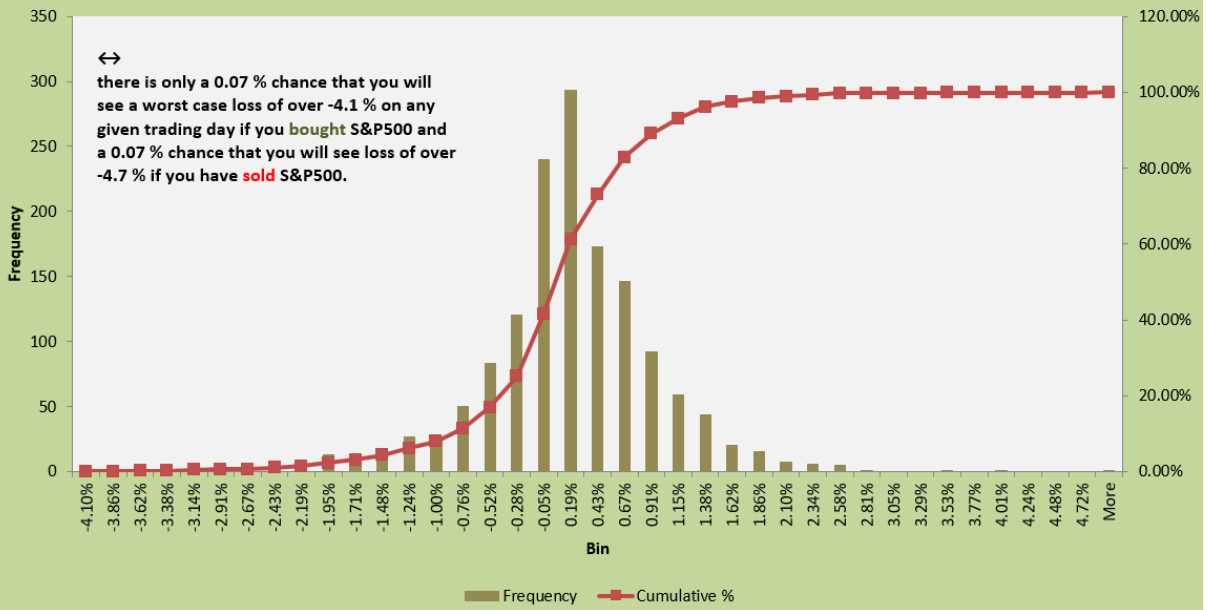


2013/JUL 2019: CV (DAILY)

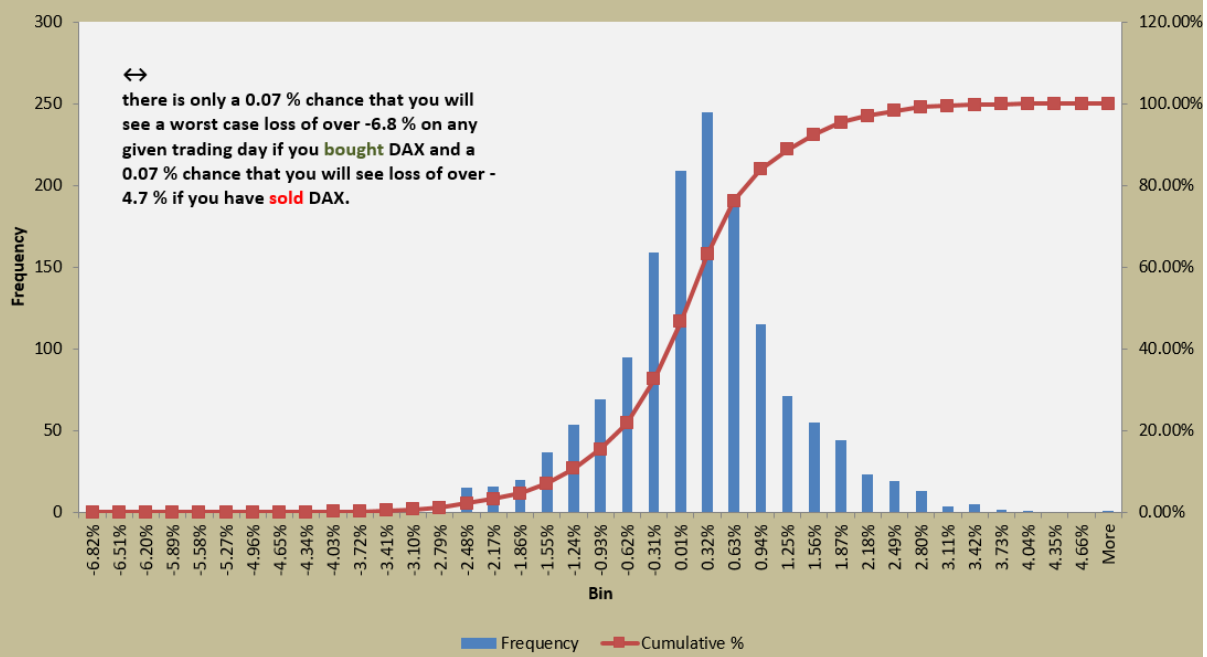


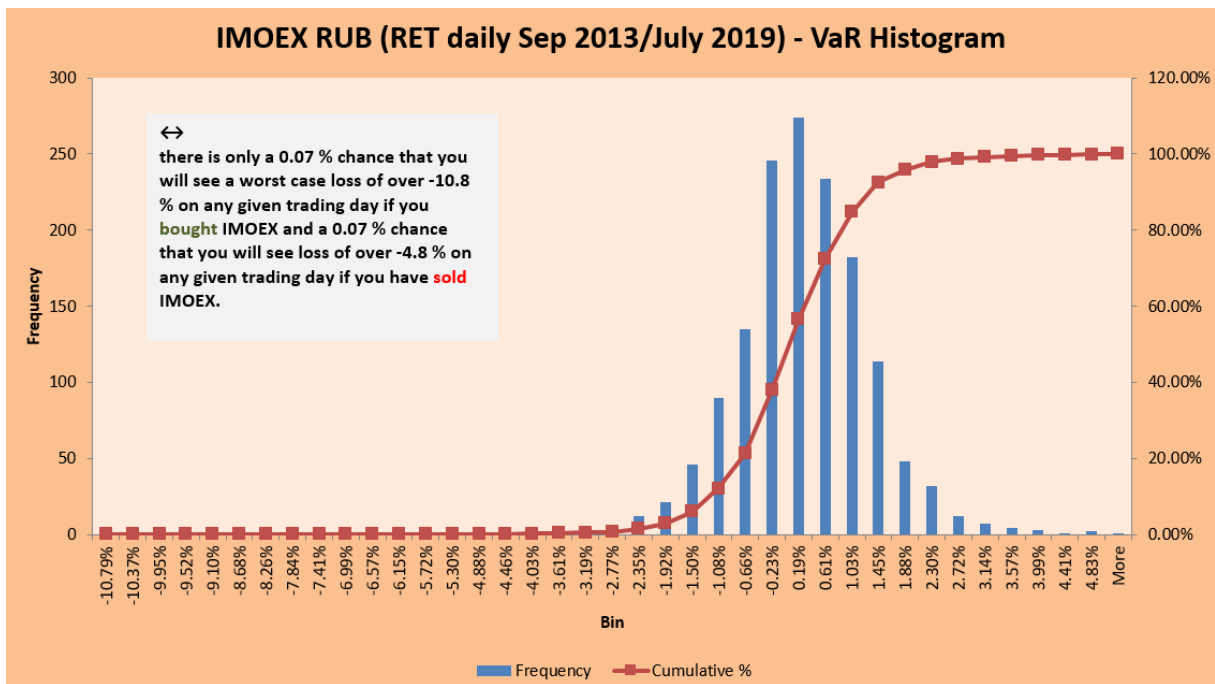
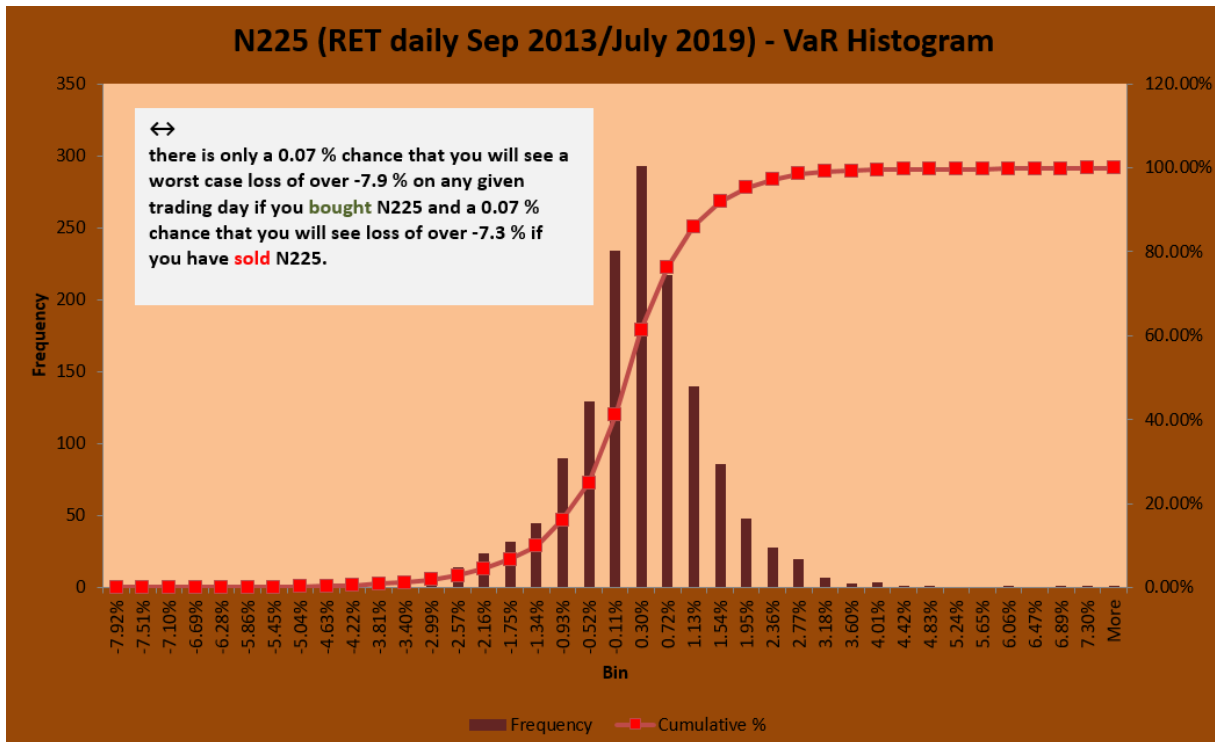
В допълнение представяме един опростен, но полезен подход за изчисляване на вероятността от загуби, базиран на обемите изложени на риск. Изображенията по-долу биха могли да помогнат на дребните инвеститори, да разберат дневната рискова вероятност, валидна към момента, по-добре:

S&P500 (RET daily Sep 2013/July 2019) - VaR Histogram



DAX (RET daily Sep 2013/July 2019) - VaR Histogram

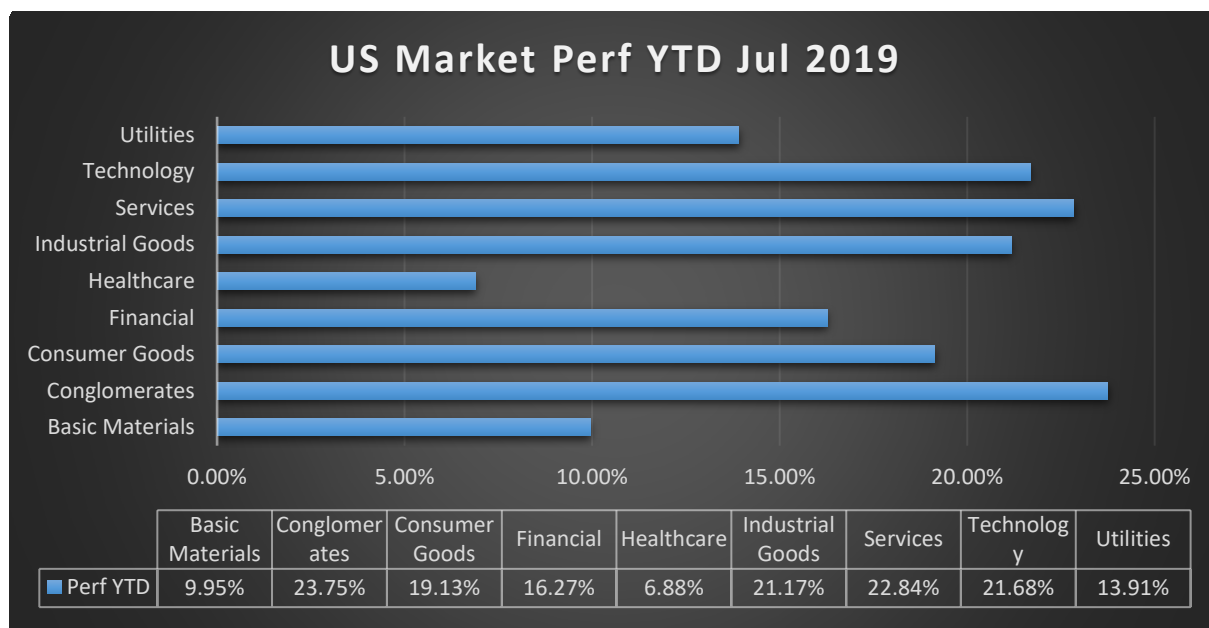




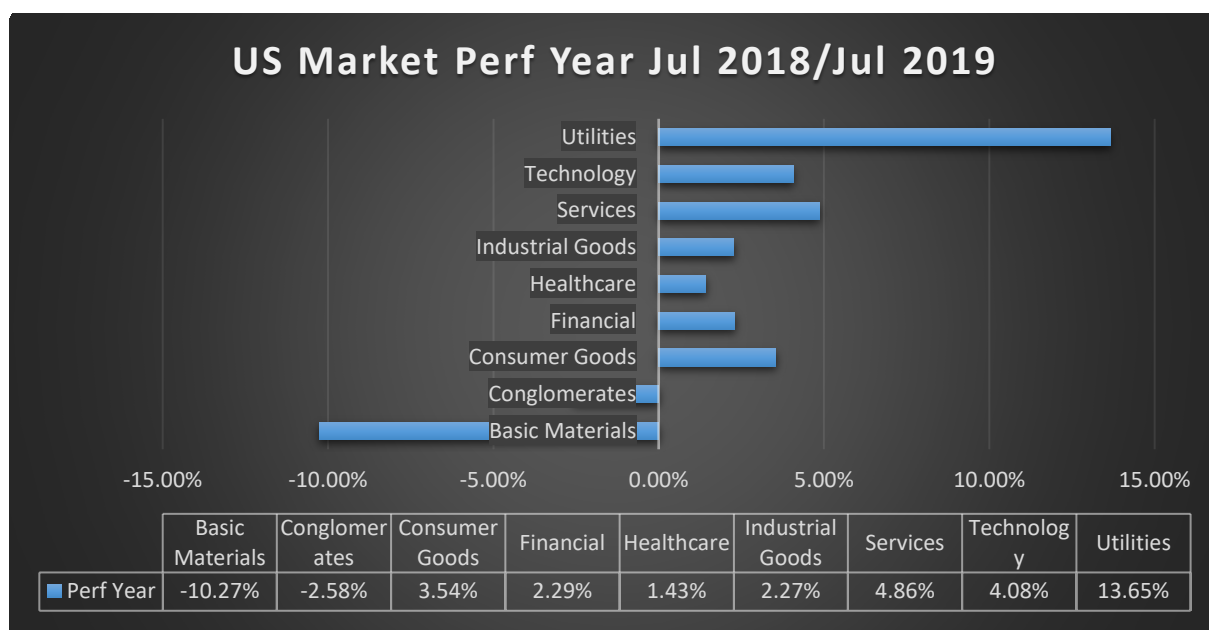
АМЕРИКАНСКИ КАПИТАЛОВ ПАЗАР

Идеалният инвестиционен инструмент се характеризира с минимален риск, максимална доходност и максимална ликвидност. За съжаление такъв инструмент остава една неосъществима мечта. Затова ние обръщаме малко повече внимание на американския капиталов пазар,, който остава най-ликвидния капиталов пазар в света.

Нашият преглед на секторите от икономиката на САЩ в диапазон YTD²³ (до 19 юли 2019) показва най-добро представяне за Conglomerates и Services:



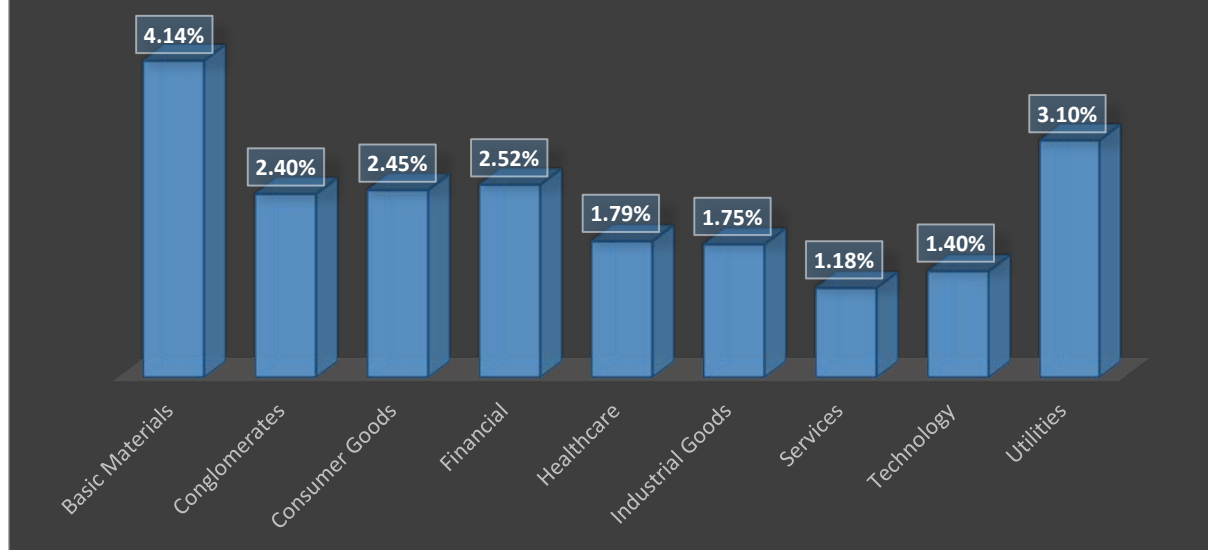
Но при представянето за една година назад, калкулирано през юли 2019, картината е доста по-различна:



Но секторът Basic Materials осигурява за акционерите си най-висок дивиденден доход (4.14%)

²³ Year-to-date (YTD) is a period, starting from the beginning of the current calendar year and continuing up to the present day.

DIVIDEND: JUL 2019



Прилагаме и актуален списък на американски акции от сектор Basic Materials, предлагащи Dividend Yield >10%:

No.	Ticker	Company	Sector	Industry	Country	Price
1	AM	Antero Midstream Corporation	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	10.98
2	ANDX	Andeavor Logistics LP	Basic Materials	Oil & Gas Equipment & Services	USA	35.13
3	ARLP	Alliance Resource Partners, L.P.	Basic Materials	Industrial Metals & Minerals	USA	16.96
4	BKEP	Blueknight Energy Partners, L.P.	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	1.32
5	BKEPP	Blueknight Energy Partners, L.P.	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	5.24
6	BPT	BP Prudhoe Bay Royalty Trust	Basic Materials	Oil & Gas Refining & Marketing	USA	13.01
7	CAPL	CrossAmerica Partners LP	Basic Materials	Oil & Gas Refining & Marketing	USA	16.97
8	CCR	CONSOL Coal Resources LP	Basic Materials	Industrial Metals & Minerals	USA	15.6
9	CELP	Cypress Energy Partners, L.P.	Basic Materials	Oil & Gas Equipment & Services	USA	7.3
10	CHKR	Chesapeake Granite Wash Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	1
11	CNXM	CNX Midstream Partners LP	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	14.29
12	CRT	Cross Timbers Royalty Trust	Basic Materials	Oil & Gas Drilling & Exploration	USA	11.57
13	DCP	DCP Midstream, LP	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	29.96
14	DKL	Delek Logistics Partners, LP	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	31.89

15	ECT	ECA Marcellus Trust I	Basic Materials	Oil & Gas Drilling & Exploration	USA	1.71
16	ENLC	EnLink Midstream, LLC	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	10.19
17	EQM	EQM Midstream Partners, LP	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	40.94
18	ETRN	Equitrans Midstream Corporation	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	17.53
19	FELP	Foresight Energy LP	Basic Materials	Nonmetallic Mineral Mining	USA	0.57
20	FGP	Ferrellgas Partners, L.P.	Basic Materials	Oil & Gas Refining & Marketing	USA	0.87
21	GPP	Green Plains Partners LP	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	14.38
22	GSM	Ferroglobe PLC	Basic Materials	Industrial Metals & Minerals	USA	1.7
23	MMLP	Martin Midstream Partners L.P.	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	6.85
24	MVO	MV Oil Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	7.75
25	NGL	NGL Energy Partners LP	Basic Materials	Oil & Gas Refining & Marketing	USA	15.04
26	PER	SandRidge Permian Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	1.75
27	PRT	PermRock Royalty Trust	Basic Materials	Oil & Gas Equipment & Services	USA	7.9
28	PVL	Permianville Royalty Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	2.66
29	ROYT	Pacific Coast Oil Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	2.15
30	SDR	SandRidge Mississippian Trust II	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	0.63
31	SDT	SandRidge Mississippian Trust I	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	0.61
32	SEMG	SemGroup Corporation	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	11.79
33	SJT	San Juan Basin Royalty Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	3.41
34	SMLP	Summit Midstream Partners, LP	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	7.36
35	SNMP	Sanchez Midstream Partners LP	Basic Materials	Oil & Gas Pipelines	USA	2.23
36	SRLP	Sprague Resources LP	Basic Materials	Oil & Gas Refining & Marketing	USA	17.91
37	USAC	USA Compression Partners, LP	Basic Materials	Oil & Gas Equipment & Services	USA	18.44
38	VOC	VOC Energy Trust	Basic Materials	Independent Oil & Gas	USA	5.62

А един по-задълбочен фундаментален анализ може да се започне и от обобщените коефициенти към юли 2019, в таблицата по-долу:

No.	Name	P/E	Fwd P/E	PEG
1	Basic Materials	14.54	12.56	1.17
2	Conglomerates	200.47	108.5	19.07
3	Consumer Goods	18.56	16.04	2.1
4	Financial	0.22	14.02	0.02
5	Healthcare	27.65	16.45	2.61
6	Industrial Goods	20.28	15.99	1.97
7	Services	26.68	19.33	2.34
8	Technology	24.13	17.35	1.76
9	Utilities	24.72	21.16	3.95

СТОКИ (COMMODITIES)

Някои стоки се характеризират с много силен спекулативен елемент. Той е най-изявен при суровия петрол и златото, като същевременно е най-слаб при портокаловия сок, кафето и какаото. От особено значение е ролята на златото като „сигурно убежище“ (заедно със среброто, CHF и JPY). Златото отдавна се приема и като надежден инструмент за запазване на богатството и тази репутация вероятно скоро няма да се промени.

Същевременно ценовата история на златото показва значителни възходи, сривове и катастрофална волатилност, което често се свързва с интервенциите на централните банки, инфлацията, геополитическите конфликти, паричната политика, капиталовите пазари и т.н. най-вече, защото златото е деноминирано в щатски долари.

През много дълъг период на ниска волатилност през 2018, металите поддържаха стабилен низходящ тренд:



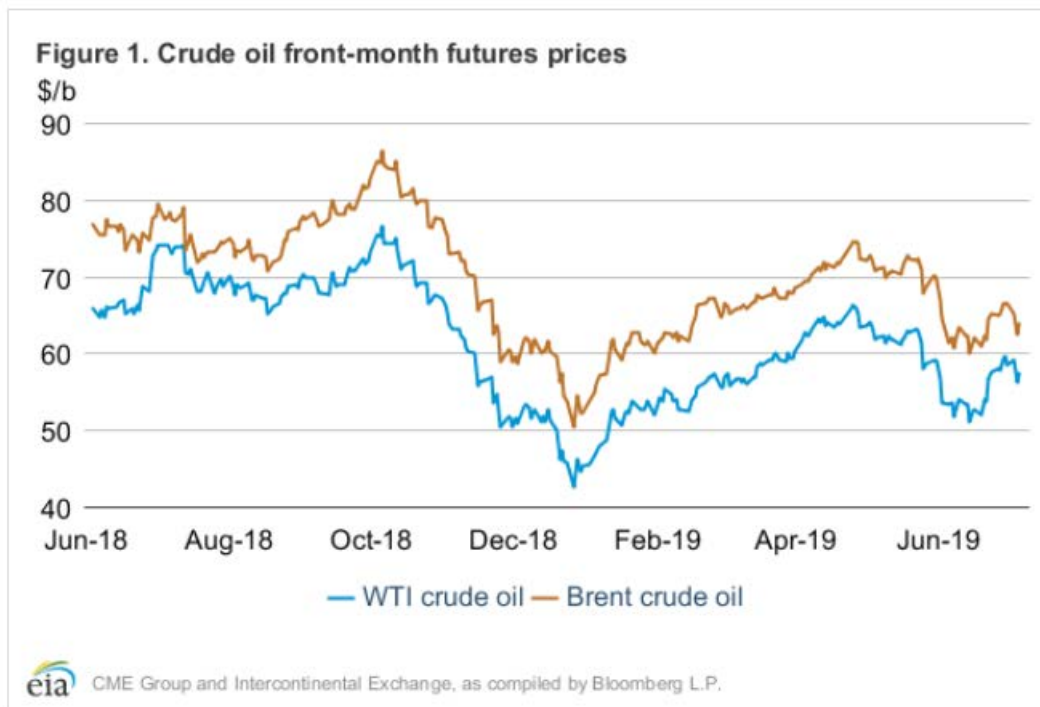
Но повишената волатилност в началото и средата на 2019 промениха тази картина, видимо през първата половина годината:



Енергийните пазари, от друга страна, са силно зависими от политически събития и рискове. Като цяло, природните ресурси допринасят значително за износа и икономическия растеж на съответната страна. Така енергийните ресурси като нефт и газ остават критична област от геополитиката. Суровият петрол е най-важната стока. Търсенето и предлагането му е неизменен

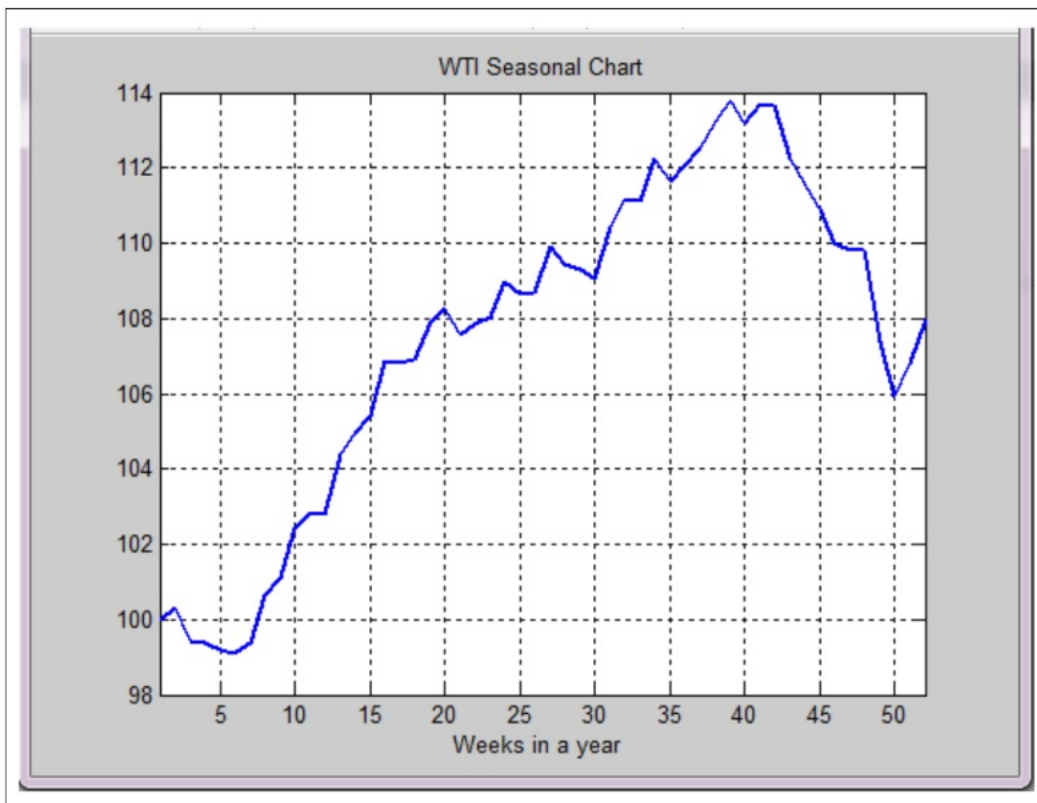
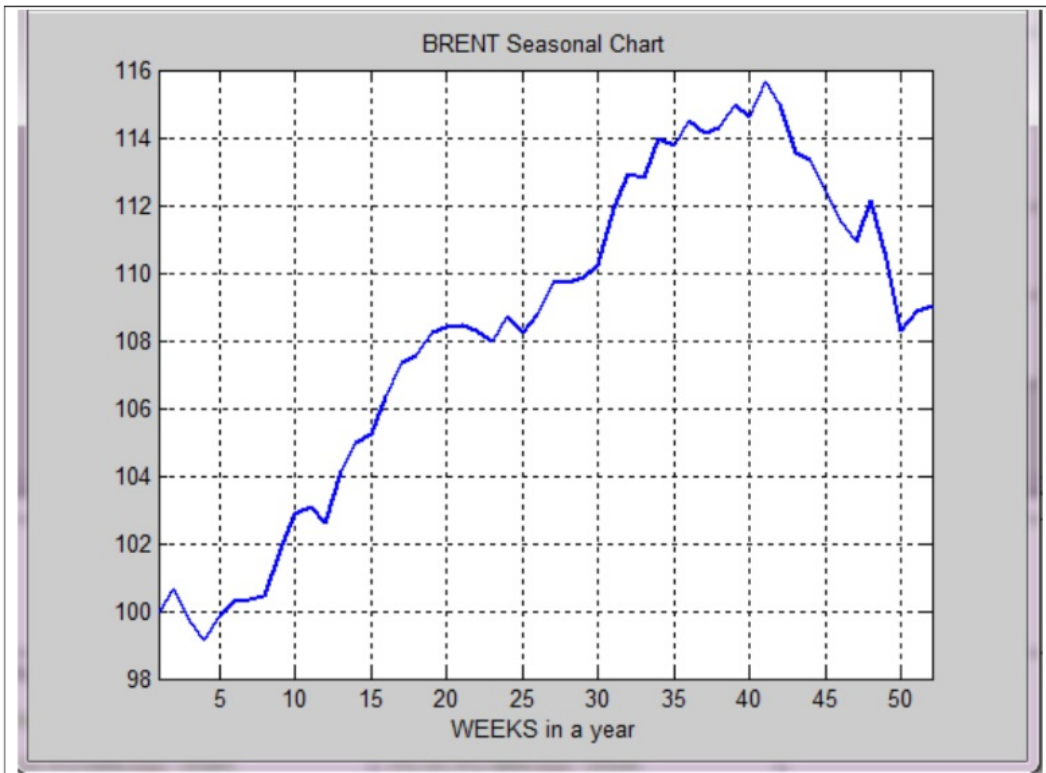
показател за представянето на глобалната икономика, а цената на петрола обикновено влияе върху цените на всички останали стоки.

US Energy Information Administration (EIA) прогнозира цената спот за Brent да бъде средно USD 67/b през втората половина на 2019 и да се задържи при тези нива през 2020. Очакванията на EIA за цените спот на West Texas Intermediate (WTI) са за средно USD 62/b през втората половина на 2019 и USD 63/b за 2020. Прогнозата е при 95% доверителен интервал.



От началото на 2019 се наблюдаваше повишение на цената на петрола тип „Брент“ спрямо края на 2018, като през февруари тя възлезе на USD 64.1/b. За това допринесе главно сключеното през декември 2018 споразумение за ограничаване на производството между страните – членки на ОПЕК, и други водещи производителки (в сила от януари 2019), за първоначален период от шест месеца. Но от друга страна, търсенето на петрол се характеризира и със силна сезонност.

В този смисъл, нашите сезонни графики могат да имат решаващо значение преди вземането на инвестиционно решение. Моделът ни е базиран на 15 годишен исторически период. Началната стойност за всяка година е 100 и така може да се проследи процентната промяна на цените, без значение от абсолютната им стойност.



Така следва да имаме и известни очаквания за ръст в цените между 30 и 40 седмица, както и за рязък спад след това.

ДАНИИ

- ✓ Time series – Close prices – Daily.
- ✓ Period: 6 years (September 04, 2013 – July 19, 2019)
- ✓ Minimum number of observations for 6Y time series: 1470.
- ✓ Period YTD: January 01, 2019 – July 19, 2019.
- ✓ Missing data: We reduced the effect of a very small number (< 0.3%) of detected missing values, using a nearest-neighbor interpolation method, which does not reduce the representativeness of the sample.
- ✓ The scientific computing packages used for data validation and calculations: MatLab, SPSS, Gretl and Excel.
- ✓ This research is fundamentally based on generally available public information and not on any confidential information which the author has obtained exclusively on the basis of his client relationship with a third person.
- ✓ The author deems all of the initial information included herein to be reliable, but does not make any warranties regarding accuracy and completeness of the historical prices received from sources below.

ИЗТОЧНИЦИ НА ДАНИИ

- ✓ www.ecb.europa.eu
- ✓ www.bnb.bg
- ✓ www.nasdaq.com/quotes/historical-quotes.aspx
- ✓ <https://finance.yahoo.com>
- ✓ www.moex.com
- ✓ www.eia.gov
- ✓ www.hkex.com.hk
- ✓ www.jpx.co.jp
- ✓ www.esma.europa.eu
- ✓ www.elit.finviz.com
- ✓ www.investing.com
- ✓ www.cboe.com
- ✓ <https://ec.europa.eu/eurostat>
- ✓ www.cnbc.com
- ✓ www.reuters.com
- ✓ www.stlouisfed.org
- ✓ www.statista.com
- ✓ www.bloomberg.com
- ✓ www.businessinsider.com
- ✓ www.marketwatch.com
- ✓ www.moodys.com

ЛИТЕРАТУРА

- Chan E.P. "Quantitative Trading" - 2009, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.
- Cameron A.C., Trivedi P.K. "Microeconometrics: Methods and Applications" - Cambridge, Massachusetts
- Kahneman D., Tversky A. „Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk“, *Econometrica*, Vol. 47, No. 2. (Mar., 1979)
- Jaeger R.A., Ph.D., "All about hedge funds" – 2003, McGraw-Hill
- The BIS Annual Report 2018/19 - www.bis.org
- BNB „Economic Outlook" - www.bnb.bg
- Danielsson J., „Financial risk forecasting" – John Wiley & Sons Ltd., 2011
- Hristov G., Lomev B., "Approaches to structuring a portfolio of securities in the context of classical theories" - VANGUARD SCIENTIFIC INSTRUMENTS IN MANAGEMENT, vol.12, 2016 - https://www.researchgate.net/profile/Georgi_Hristov8
- Hristov G., Lomev B., „The applicability of typical Hedge Fund strategies", Conference Paper - X International & Interdisciplinary Scientific Conference VANGUARD SCIENTIFIC INSTRUMENTS IN MANAGEMENT '2017 - https://www.researchgate.net/profile/Georgi_Hristov8
- Bhardwaj G., Dunsby A., "Of Commodities and Correlations" – January, 2013, Summer Haven Investment Management, LLC; Stanford
- JPMORGAN: Beware of overcrowding in markets where everyone holds the same position - Business Insider; Jun. 26, 2017
- Ellis C.D., Malkiel B.G., "The Index Revolution: Why Investors Should Join It Now" - Wiley - September 2016 - ISBN: 978-1-119-31307-6
- Crouhy M., Galai D., Mark R., "The essentials of risk management" – McGraw-Hill; 2006.
- "ESMA FINDS HIGH DEGREE OF ASSET CONCENTRATION IN EU ALTERNATIVE FUND INDUSTRY" – 04 April 2018 – <https://www.esma.europa.eu/press-news/esma-news/esma-finds-high-degree-asset-concentration-in-eu-alternative-fund-industry>
- Son H., "JP Morgan's top quant warns next crisis to have flash crashes and social unrest not seen in 50 years" – CNBC - 4 Sept 2018

- Srivastava S., “The emerging market crisis is back. And this time it's serious” – CNBC - 4 Sept 2018
 - EIA: SHORT-TERM ENERGY OUTLOOK – Release Date: July 9, 2019 - <https://www.eia.gov/>
-

ОТКАЗ ОТ ОТГОВОРНОСТ ОТНОСНО ИНВЕСТИЦИОННО ИЗСЛЕДВАНЕ/АНАЛИЗ

Надзорни органи: БНБ и Комисия за финансов надзор: България, София.

Това изследване (наричано по-долу „Изследване“, „Доклад“ или „Документ“) е само за информационни цели. Настоящият Документ не представлява оферта или проспект по смисъла на ЗПФИ, ЗППЦК или други приложими български или европейски закони. Всяко инвестиционно решение по отношение на ценни книжа, финансови продукти или инвестиции може да бъде направено само въз основа на одобрен и публикуван проспект и официализирана документация, която е била публикувана във връзка с въпросните ценни книжа, финансови продукти или инвестиции. В този смисъл е недопустимо да се прави инвестиционно решение въз основа на този документ.

Това изследване не представлява лична препоръка по смисъла на ЗПФИ или свързаните с него европейски регламенти за закупуване или продажба на финансови инструменти. Нито този документ, нито който и да е от неговите компоненти не могат да формират основа за какъвто и да е вид договор или ангажимент. Това изследване не е заместител на какъвто и да е тип съвети относно покупката или продажбата на ценни книжа или други финансови дейности. По отношение на продажбата или покупката на ценни книжа, инвестиции или каквито и да е финансови продукти, само лицензиран инвестиционен консултант може да предоставя индивидуални консултации, които могат да бъдат подходящи и уместни, на основа на изричен индивидуален договор.

Изследването представлява единствено мнението на автора към датата на настоящия доклад, което може да бъде предмет на промяна без предизвестие. Въпреки това информацията може да се окаже остаряла в някакъв времеви момент, без Документът в този период да бъде променен или изменен.

Освен ако изрично не е изрично посочено тук, анализаторът, който е изготвил това изследване, не се компенсира от банката за каквито и да е специфични инвестиционни сделки във връзка с резултатите от това изследване.

Прогнозите за бъдещи резултати се основават единствено на оценки и предположения. Действителното бъдещо представяне може да се отклони от прогнозите. Следователно, прогнозите не са надежден показател за бъдещи резултати и развитие на който и да било финансов инструмент, индекс или услуга, свързана с ценни книжа. Възвръщаемостта на инвестицията може да се повиши или да намалее поради колебанията и на обменните курсове. Като цяло, трябва да се има предвид, че предишното представяне не е надежден показател за бъдещо представяне.

Това изследване може да обхваща множество ценни книжа, някои от които не са допустими за търговия в определени държави и следователно не могат да бъдат предлагани на инвеститорите в такива държави. Изследванията се извършват само по отношение на финансови инструменти, които не са засегнати от санкциите съгласно Регламент № 833/2014 на ЕС. Като изключение, в някои случаи използваме отделни данни, които са само информативни и имат за цел само по-добро научно сравнение. Не даваме реални мнения относно забранени финансови инструменти.

Настоящият документ не заменя необходимите инвестиционни консултации съгласно изискванията на MiFID II по отношение на покупката или продажбата на ценни книжа или инвестиции.
