

Pasivní investování a svět aktivního investora

Pasivní investování prostřednictvím ETF nebo indexových fondů zažívá v posledních letech velký rozmach. Znamená to, že by měli aktivní investoři z trhů vymizet?

V posledních několika letech zažívá investování prostřednictvím tzv. indexových fondů velký rozmach. Nepochybně se jedná o pozitivní inovaci, která většinou investorů umožňuje jednoduchým způsobem participovat na vývoji určité části globálního akciového trhu, aniž by museli vynakládat nějaké úsilí na identifikaci kvalitního akciového portfolia, případně kvalitně aktivně spravovaného fondu. Tato alternativa přináší možnost eliminovat vlastní špatné investice, kterých se investoři často dopouštějí pod vlivem svých emocí a v důsledku neochoty, případně nemožnosti věnovat patřičné úsilí analýze společností před investicí do jejich akcií.

PASIVNÍ INVESTOVÁNÍ NENÍ DOKONALÉ

Pasivní investování však nelze považovat za absolutně dokonalou investiční strategii, která by neměla slabiny.

Předně je potřeba si uvědomit, že cílem pasivního investování není dosáhnout nějaký kladný výnos, ale pouze kopírovat výnos nějakého zvoleného indexu, který reprezentuje určitou výše akciového trhu. Už samotná skladba indexu je určitá aktivní volba a podle mého názoru tato skutečnost bývá investory často podceňována.

Tržně kapitalizačně vážené indexy lze považovat za nejlepší charakteristiku vývoje dané výše akciového trhu, to ale neznamená, že portfolio, které má identické složení jako index, je tou nejlepší volbou.

Nikde není dáno, že společnost s největším podílem v indexu má také největší potenciál zhodnocení a tudíž by měla být i největší investicí ve fondu. Například rovnoměrně investované portfolio

do stejných společností, jako jsou v indexu, může přinést mnohem lepší výnos než indexový fond.

Investice do indexového fondu bude také vždy znamenat jenom investici do určité části trhu, mimo tuto část mohou ale existovat další zajímavé akcie. Je zřejmé, že v případě tržně kapitalizačně váženého indexového fondu budou investoři vždy špatně zainvestováni ve dvou skupinách společností – nebudou mít zastoupení v těch, které dosud v indexu nejsou a díky svému úspěchu se v budoucnu do indexu dostanou a naopak budou držet akcie společností, které jsou již za svým zenitem a v budoucnu kvůli poklesu cen jejich akcií z indexu vypadnou.

Indexový fond investory také nemusí ochránit před rizikem prudkého poklesu jejich investice, jak k tomu došlo po splasknutí valuační bubliny na přelomu tisíciletí, protože tyto fondy nezkontrolují, jestli jsou akcie, do kterých investují, nadhodnoceny. Takže i v tomto případě musí investor sledovat, jestli je daný index správně oceněn.

Velkou výhodou indexových fondů jsou však jejich velmi nízké náklady a i díky tomu se jedná o velmi dobrou investiční alternativu vhodnou pro mnoho investorů, kteří hodlají investovat v těch částech trhů, kde nemají dostatečnou expertizu pro samostatný výběr akcií.

JINÝ TRH

Velký podíl tržně kapitalizačně váženého indexového investování také přináší určité změny v chování akciového trhu a může ovlivnit výnosy dosahované aktivními investory. Aktivní investor spoléhá na to, že na trzích dochází k odchylkám ceny jednotlivých akcií od jejich hodno-

ty a tudíž vznikají investiční příležitosti. Jedna skupina investorů – tzv. hodnotoví investoři, nakupuje akcie těch společností, u kterých se domnívají, že jsou oceněné méně než hodnota, která odpovídá tomu, co se ve společnosti odehrává a očekávají, že tento rozdíl v ocenění bude postupně eliminován tím, jak více investorů rozpozná tuto příležitost.

Druhá skupina investorů – tzv. růstoví investoři naopak investují do společností, u kterých se domnívají, že vývoj jejich hospodaření poroste rychleji než trh aktuálně očekává a oceňuje. Tento rychlejší růst fundamentů je pak pro ně příležitostí dosáhnout nadprůměrného výnosu z investice.

V obou dvou případech ale platí, že nejdříve musí vzniknout investiční příležitost díky tomu, že trh buď nesprávně oceňuje očekávaný růst společnosti, anebo nesprávně odhaduje budoucí růst fundamentů společnosti, případně nesprávně odhaduje obě tyto veličiny. Pokud by ale naprostá většina trhu investovala prostřednictvím tržně kapitalizačně vážených indexových fondů, kde investoři vlastně ani neanalyzují tyto společnosti a jenom spoléhají na to, že aktivní investoři svojí prací zabezpečí, aby se akcie obchodovaly na správných hodnotách, tak může vzniknout jeden problém.

Investiční příležitosti by se sice otvíraly, ale trvalo by podstatně delší dobu, než by k uzavření nerovnováhy mezi cenou a hodnotou docházelo. Setrvačnost přílivu investic do fixního složení indexu bude podle mého názoru způsobovat, že pokud se někde začne vytvářet nějaká investiční příležitost, bude se vytvářet tak dlouho a její velikost bude tak dlouho narůstat, dokud nepřiláká dostatečné množství aktivních investorů, kteří budou schopni přetlačit sílu pasivních investorů.

Domnívám se, že s tím, jak bude růst podíl pasivních investorů na celkovém obchodování, bude nutné kromě identifikace nerovnováhy mezi cenou a hodnotou také mnohem důležitější schopnosti aktivního investora i identifikace okamžiků, kdy dostatečné množství aktivních investorů začne svými obchody působit na uzavírání těchto příležitostí.

Tyto zlomy mohou v některých případech nastat i v jiných dnech, než když přicházejí standardní korporátní zprávy,

kteří nemusí být dostatečně významné, aby vedly ke změně trendu. Anebo bude muset aktivní investor svoji strategii přizpůsobit tomu, že může trvat mnohem déle, než bude odměněn za správnou identifikaci investiční příležitosti.

JAKÉ MOHOU BÝT DALŠÍ DOPADY?

Tržně kapitalizačně vážené indexové investování může také ovlivňovat chování managementů obchodovaných společností. V poslední čtvrtletní zprávě fondu kvalifikovaných investorů Vltava popsal Dan Gladiš velmi dobře na příkladu společností General Motors a Tesla jeden z možných problémů.

Jedná se o to, že společnosti, které odkupují vlastní akcie a vyplácí vysoké dividendy, tím také snižují svojí tržní kapitalizaci a tím pádem i svůj podíl v nějakém indexu. Naopak některé společnosti, které svůj růst potřebují financovat emisí nových akcií, budou svou tržní kapitalizaci zvyšovat.

Snaha o zachování zastoupení v nějakém indexu tudíž může ovlivňovat třetí zdroj výnosu z akcií – navracený kapitál v podobě výplaty dividend, resp. odkupu vlastních akcií (zbylé dva zdroje výnosu z akciové investice pro investora jsou nárůst fundamentálních veličin a změna ocenění po dobu jeho investice).

Také můžeme být svědky většího množství korporátních podvodů, pokud investoři budou alokovat všechny své prostředky přes tržně kapitalizačně vážené indexové fondy. Naštěstí si myslím, že tato situace nikdy nenastane, a že na trhu stále zůstane dostatečné množství aktivních investorů (například jedním z těchto investorů budou vždy jiné společnosti, které budou přebírat nespřímně oceněné konkurenty), aby se trh na jednotlivých akcích vždy po nějaké době dokázal dostat zpátky do rovnovážného stavu.

NENÍ INDEX JAKO INDEX

V investiční nabídce se neobjevují jenom tržně kapitalizačně vážené indexové fondy, ale i tzv. smart beta indexové fondy, které kopírují zhodnocení indexů, jejichž složení je definováno jinými veličinami než tržní kapitalizací. Často-krát se jedná o některé fundamentální

veličiny nebo těmito veličinami definované investiční styly a dané fondy tím pádem aplikují jednoduché kvantitativní strategie.

Opět – výhodou těchto fondů je transparentnost jejich strategie a velmi nízké náklady, které vytvářejí konkurenci aktivně spravovaným fondům. Dá se říct, že pokud je aktivní správa založená pouze na nějakém zpětně testovaném statickém modelu, případně jednoduchých screeningových metodách, tak bude velmi těžké se v budoucnu prosadit pouze s tímto stylem.

Investice do těchto smart beta fondů budou ovlivňovat pohyby celých skupin společností. Pokud například budou v módě hodnotové smart beta fondy, bude zřejmé, že aktivní investor vyznávající hodnotovou strategii bude nacházet na trhu mnohem méně příležitostí, než kdyby tomu bylo naopak.

Pro aktivní investory to také bude znamenat, že pokud chtějí nalézt příležitosti pro nadprůměrné investice, budou je muset hledat v případech, které jsou těžce kvantifikovatelné a převeditelné do jednoduchých rovnic. V případě hodnotových investic to například bude znamenat, že si investor nevystačí jenom s investicí do společností s nízkým oceněním P/E nebo P/S, ale bude muset třeba identifikovat společnosti, na jejichž bilanci mohou být podhodnocená aktiva a účetnictví to nedokáže věrně zachytit.

Pro růstového investora to znamená mnohem větší důraz na pochopení kvalitativních faktorů, které určují výjimečnost nějaké společnosti a umožňují ji dosahovat dlouhodobě nadprůměrných hodnot růstu fundamentálních veličin a nespolehat jenom na charakteristiky jako například vysoká návratnost kapitálu, které opět jdou identifikovat jednoduchými filtry.

Domnívám se, že nástup smart beta fondů v tomto případě jenom zvyšuje konkurenci díky tomu, že tyto fondy fungují s mnohem nižšími náklady než aktivně spravované fondy, které již doposud používaly kvantitativní strategie, a tudíž díky svému většímu rozšíření i odstraní jednoduché zdroje nadprůměrných výnosů, které bylo možné nalézt aplikací jednoduchých filtrů.

Zajímavou vlastností rozšíření indexových fondů je fakt, že ne vždy je in-

vestoři aplikují jako součást dlouhodobé kup-a-drž strategie, pro kterou jsou optimální a byly původně stvořeny. Ukazuje se, že tyto fondy jsou mnohem častěji používány jako zdroj krátkodobé alokace mezi jednotlivými částmi globálního akciového trhu a tudíž mají i mnohem větší podíl na celkových obchodech než by odpovídalo prostému podílu na celkových investovaných aktivech ve fondech, nebo prostému podílu na denních přílivech nových prostředků do všech fondů.

Z pohledu dopadu rozšíření indexových fondů na strategii aktivního investora je tato skutečnost ještě důležitější a bude zajímavé sledovat, jak významné budou pohyby do/z indexových fondů v případě příštího výrazného poklesu cen akcií. Je dost dobře možné, že v stabilních dobách na akciových trzích se bude výše popisovaný cyklus otevírání a zavírání nadprůměrných investičních příležitostí spíše natahovat a naopak v dobách turbulencí na akciových trzích spíše zkracovat.

Také je možné, že příští výrazná korekce na finančních trzích může být mnohem volatilnější než v minulosti, protože kvůli investicím do indexových fondů mají investoři mnohem menší povědomí o vlivu nějaké události na jimi vlastněné společnosti a tudíž i menší ochotu považovat vzniklé obavy za neopodstatněné a situaci tzv. vysedět.

Rozmach využití indexových fondů, jako každá předchozí investiční inovace, eliminuje část příležitostí, které pro aktivního investora na trhu existovaly a zvýší konkurenci.

Na druhé straně se domnívám, že investování jako činnost stále zůstává částečně řemeslem, které lze svázat do kvantifikovatelných rovnic a pouček, ale také i uměním, díky kterému vždy zůstane prostor pro kreativitu aktivního investora hledajícího trhem opomíjené příležitosti, které se v budoucnu zrealizují. I nadále bude platit, že žádná investiční strategie není jenom univerzálně dobrá, ale má i své slabé stránky.

Pochopení těchto pozitiv a negativ je důležitým předpokladem pro správnou aplikaci jednotlivých investičních strategií, a tím pádem i pro úspěch. ■

Ján Hájek

Manažer fondu Top Stocks a účastník České investiční konference