

Klišé o aktívnych manažéroch

Určite ste to už počuli, deväť z desiatich aktívnych manažérov nedokáže poraziť trh.



Pre HN Komentáre publikované: [Klišé o aktívnych manažéroch \(hnonline.sk\)](http://hnonline.sk)

Autor: Michal Májek

Trh zastupuje pomyselná výkonnosť benchmarku, ETF alebo inej pasívnej investície sledujúcej niektorý trhový index. Spomínaný výrok používa každý zástanca pasívneho investovania alebo predajca pasívneho portfólia. Koľko je však na tom pravdy?

Začnime z inej oblasti života. Šoférovania. Podľa prieskumu si až 88 percent vodičov myslí, že sú nadpriemerní šoféri. To, samozrejme, nie je možné. Každú skupinu ľudí v hocijakej našej aktivite môžeme rozdeliť na nadpriemerných, priemerných a podpriemerných. A tak ako nemôžeme byť všetci nadpriemerní vodiči, nemôžu byť asi ani všetci aktívni manažéri podpriemerní. Dá sa na to pozrieť aj cez jednoduchú rovnicu.

Neberme do úvahy zatiaľ poplatky, lebo tie skresľujú. Trhový výnos je tak vážený priemer výnosov všetkých aktívnych a pasívnych investorov. Pasívni investori dosahujú vždy trhový výnos, a preto ich z rovnice môžeme dať preč. Výsledkom je, že trhový výnos je vážený priemer výnosov všetkých aktívnych manažérov. Keďže je to priemer, tak bude veľké množstvo manažérov dosahujúcich lepšie ako trhový

výnos a veľké množstvo manažérov, ktorí dosahujú horší ako trhový výnos. Rovnako ako sú nadpriemerní a podpriemerní šoféri. Nie je matematicky možné, aby 90% aktívnych manažérov zaostávalo za trhovým výnosom. Pred poplatkami.

Preto tí rozumnejší kritici aktívneho investovania hovoria, že aktívni fondoví manažéri nedokážu prekonávať benchmarky a trhovú indexy po poplatkoch. Už som v predchádzajúcich mesiacoch písal o tom, prečo nie je možné porovnávať nákladovosť ETF a podielových fondov. Pri ETF si investor platí len za správu fondu. Lebo ETF kupujú investori, ktorí presne vedia, aké ETF chcú, aké je ich riziko a ako si z týchto ETF vyskladať portfólio.

Napríklad samotní manažéri podielových fondov, ktorí z ETF skladajú rôzne diverzifikované portfólia. Dôvod, prečo majú podielové fondy vyššie poplatky ako ETF, nie je ten, že sú aktívne (ako je častý omyl), ale preto, že sú určené pre investorov, ktorí nie sú až takí investične skúsení. Ktorí potrebujú byť často presvedčení, aby začali investovať a sporiť. Ktorí nevedia, aký je ich rizikový profil, ani do čoho zainvestovať.

Takisto si potrebujú o rok alebo o päť rokov zavolať s bankárom a poradiť sa s ním, či majú investíciu ďalej držať. Toto všetko niečo stojí z hľadiska distribúcie. Nič z toho manažér ETF nemusí platiť, ale manažér podielového fondu alebo pasívneho portfólia áno. Preto aj pasívne portfóliá ponúkané na Slovensku nie sú také lacné ako samotné ETF v nich, ale v priemere majú nákladovosť od 1,2 do 1,4 %. Čiže porovnateľnú ako väčšina podielových fondov. Tvrdiť tak, že aktívny manažér podielového fondu nevie prekonávať pasívny index po poplatkoch, je neférové. Lebo jednoducho podmienky pre oba nástroje nie sú rovnaké a sú určené pre iný typ investora.

Ak by vám nestačil matematický argument, prečo nie je pravdivé tvrdenie, že väčšina manažérov neprekonáva trh pred poplatkami a ani vysvetlenie, prečo je nespravodlivé to porovnávať po poplatkoch, pozrime sa na to ďalej. V prvom rade, odkiaľ sa toto konštatovanie berie. Vychádza zo štatistik aktívne spravovaných akciových fondov, ktoré sa dajú ľahko porovnať s nejakým indexom alebo konkrétnym ETF. Naozaj je pravda, že podľa dlhodobých štatistik len zhruba štvrtina aktívnych akciových portfólií manažérov dokáže dlhodobo prekonávať S&P 500 (alebo iný akciový index) po poplatkoch. Už som ukázal, prečo poplatky skresľujú tento pohľad. Ale áno, podľa štúdií platí, že väčšina čisto akciových manažérov to nedokáže.

Ak ste teda akciový investor, viete (a chcete) si otvoriť účet u zahraničného brokera, viete, čo presne chcete kúpiť, aj ako to kúpiť, tak sa vám určite viac oplatí nakupovať akciové ETF ako akciový podielový fond. Veľa ľudí to však riešiť nechce alebo nevie, radšej budú mať otvorené konto v slovenskej banke ako u brokera, ktorého

rizikovosť nevedia posúdiť, a budú dostávať investičné poradenstvo, čo majú robiť so svojimi investíciami. Pre takých je vhodnejší podielový fond, aj keď je trochu drahší, a vďaka tej vyššej nákladovosti neprekoná trhovú výnos.

Problém so spomínanými štúdiami, a tým aj s jednoznačným konštatovaním, že aktívni manažéri nevedia prekonávať trh, je dvojaký. Po prvé, štúdie často riešia len výnos, ale nie riziko. Niekedy sa akoby naň zabúda. Väčšina štatistík sa aj pri akciových manažéroch venuje len dosahovaniu výnosu a tomu, že na výnosoch tieto aktívni manažéri zaostávajú. Zabúda sa však, pri akom riziku sú tieto výnosy dosahované. Portfólio manažér, ktorý dosiahne nižší výnos pri výrazne nižšom riziku, môže byť pre klienta lepší, ako len úporná snaha maximalizovať zisk. Sú štúdie, ktoré ukazujú, že aktívni portfólio manažéri dokážu prinášať lepšie výnosy upravené o riziko v negatívnych obdobiach na trhu.

Schopnosť znížiť riziko v obdobiach „medvedích“ trhov je obrovským benefitom pre investora, ktorý mu možno pomôže zabrániť spraviť to najhoršie možné rozhodnutie. V týchto časoch odísť z trhu. Niekedy nie je dôležité, či má vaše riešenie o percento ročne nižšiu výnosnosť ako nejaké ETF, ak to ETF pod tlakom emócií v zlom čase predáte. Schopnosť uchrániť investora od najväčších prepádov alebo vyššej volatility môže výrazne pomôcť v dosahovaní dlhodobých dobrých výsledkov.

A po druhé, všetky štúdie sa týkajú čisto akciových (a v malej miere čisto dlhopisových) fondov. Ako je to však so zmiešanými fondmi? Keď sa hovorí, že aktívne fondy nevedia prekonávať svoje benchmarky, hovorí sa predovšetkým o akciových fondoch. Prečo? Lebo je jasný benchmark. Aký je však benchmark zmiešaného konzervatívneho fondu, ktorý má povedzme 20 percent akcií, 20 percent realít a zvyšok dlhopisov? Aký akciový a aký dlhopisový index použiť? V akom pomere? Majú byť medzi dlhopismi aj podnikové dlhopisy alebo len štátne? Hedžovať mimoeurové investície alebo nie? Toto množstvo otázok sa nedá zodpovedať. Preto neexistujú žiadne prieskumy o tom, koľko percent manažérov zmiešaných podielových fondov neprekonáva benchmarky.

Keď si zoberieme, že na Slovensku je takmer 45 percent peňazí investovaných v zmiešaných podielových fondoch a len 22 percent v akciových, tak je jasné, že robiť závery o neprekonávaní trhu z pohľadu aktívnych manažérov je úplne pomýlené. Ak budete teda najbližšie počuť niekoho použiť toto klišé o neschopnosti aktívnych manažérov prekonávať benchmarky, iba sa pousmejte. Je to typický príklad toho, ako sa z jedného čiastkového faktu urobí ďalekosiahly záver.