

Akcie sú drahé, výnosy budú v nasledujúcej dekáde slabšie, ale dá sa na to pripraviť

10.12. 17:30



Líderstvo na trhu sa stále mení a S&P 500 možno porastie menej. To neznamená, že akcie už nebudú zarábať, vysvetľuje Michal Májek z Tatra Asset Managementu v rozhovore s redaktorom TRENDu Jozefom Rynikom.

V rozhovore sa dozviete:

- Prečo sa oplatí nakupovať akcie napriek tomu, že sú drahé
- Prečo S&P 500 už nemusí byť taký úspešný index ako v tomto roku
- Prečo budú výnosy na štátnych dlhopisov najbližších 10 rokov blízke nule
- Prečo podielové fondy nikdy neboli také hlasné v médiách ako predajcovia ETF fondov
- Ako sa dá aj pri pasívnom investovaní byť aktívny
- Čo primiešať do portfólia, aby zarábalo aj v nasledujúcej dekáde

Výkonnosť klasického portfólia bude v najbližšej dekáde veľmi nízka, preto k akciám a dlhopisom teba primiešať aj alternatívne aktíva, ako sú reality či komodity, a netreba sa báť ani štipky bitcoinu, tvrdí Michal Májek, investičný riaditeľ Tatra Asset Managementu. Ako zástupca aktívneho správcu investičného portfólia nevyklučuje pasívnu správu vo forme ETF fondov, ale na slušné výnosy podľa neho asi stačiť nebude.

Medzi odborníkmi na investovanie sa hovorí, že akcie sú teraz drahé. Pomer cien akcií k tržbám je viac ako 20. Ktoré akcie sú najviac predražené?

Určite sú akcie drahé, potvrdzujú to všetky ukazovatele na trhu od pomeru ceny k tržbám (P/E) či ceny ku cash flowu. Najmä americké akcie sú veľmi drahé, to ukazuje napríklad cyklický upravený ukazovateľ P/E. Ale trh je veľmi veľký a v rámci neho sú firmy, ktoré sú veľmi drahé aj menej drahé. Trhové ocenenie ťahajú nahor najmä veľké technologické firmy ako Apple či Amazon.

Nie je to tak, že niektoré predražené akcie, ako Tesla, zvyšujú celkový priemer celému trhu?

Áno, aj akcie Tesly sú veľmi drahé. Sú to rastové akcie, ktoré sú postavené na budúcich očakávaniach rastu ziskov. Desať najväčších firiem indexu S&P 500 má očakávané P/E okolo 30, pričom medián na trhu je 20. Ak by sme tých desať gigantov dali preč, tak celý trh by mal pomer P/E okolo 19, čo je stále nadpriemer.

Čo je trhový normál v tomto ukazovateli?

Dlhodobý priemer je okolo 16.

Budúca dekáda

Aké sú vaše predpovede na budúce očakávané výnosy akcií na najbližší rok a na 10 rokov?

Nedá sa povedať, ako sa budú akcie správať najbližší rok či dva. To nikto nevie. Môžu narásť o 20 percent, ale aj klesnúť o toľko. Z dlhodobejšieho hľadiska sa už predikcia robiť dá. Sú na to rôzne metódy. Známa je napríklad metodika Johna Bogleho (známy investor a zakladateľ fondu Vanguard, pozn. TREND). Tá berie do úvahy tri faktory – dlhodobý rast ziskov firiem, dividendový výnos a zmena pomeru P/E či ocenenia. Z toho nám jasne vyplýva, že ceny akcií budú rásť podpriemerne v porovnaní s minulou dekádou.

V príspevku na LinkedIne ste spomínali, že priemerná výkonnosť zmiešaného portfólia (60 percent akcie a 40 percent dlhopisy) v budúcej dekáde môže byť len okolo 4,5 percenta. Lenže inflácia je už nad piatimi percentami. Ako sa dá v takom prostredí zarobiť?

Je zatiaľ malá pravdepodobnosť, že takto vysoká inflácia sa udrží dlhodobo. I keď asi bude vyššia ako za poslednú dekádu. Moje očakávanie je, že bude nižšia ako 4,5 percenta, takže výnos na zmiešanom portfóliu by mal byť vyšší ako inflácia. Pre konzervatívnych investorov, ktorí majú málo akcií v portfóliu, to bude znamenať, že by mali mať viac akcií, minimálne 35 percent, aby porazili infláciu. Na druhej strane, každý klient by mal byť komfortný s tým, ako má namiešané portfólio, aby v zlých časoch, ktoré v budúcej dekáde niekedy prídu, nespanikáril a nevypredal akcie.

Ak Fed a ECB zvýšia úrokové sadzby, bude to mať negatívny dopad na rast akcií?

Nemusi, akcie nie úplne reagujú na zvyšovanie sadzieb. Skôr ide o to, kedy to zvyšovanie príde. Či sa udeje v čase, keď je ekonomika zdravá a zisky firiem rastú, alebo inokedy. Závisí od prostredia, kedy sa to udeje. Ale platí, že čím vyššia úroková sadzba, tým negatívnejší dopad na ocenenie firiem, najmä tých rastových.

Je namieste paralela dnešných časov s dot.com bublinou z roku 2001?

Nie sme v rovnakej situácii, dokonca si ani nemyslím, že sme na samotnom vrchole trhu. Takže akcie nemusia začať hneď klesať. Ale očakávania na ich budúce výnosy sú nízke. Tu je jasná korelácia, že čím je vyššie ocenenie akcií, tým nižšia je ich dlhodobá výkonnosť. Akcie sú teraz drahé, preto aj očakávaná budúca výnosnosť je nižšia.

Povedzte, že centrálné banky úroky zdvihnú, výnosy na akciách pôjdu dole. Nebudú si potom investori pýtať vyššie výnosy na dlhopisoch?

Malo by to tak byť, pretože prepojenosť dlhopisového trhu a úrokových sadzieb je väčšia ako pri akciovom trhu. Lenže keď výnosy na dlhopisoch budú rásť, ich ceny budú klesať. Navyše, výnosy na štátnych dlhopisoch budú najbližších 10 rokov blízke nule. Pri amerických 10-ročných dlhopisoch je dnes výnos 1,5 percenta a keď si ich zahedžujeme a zmeníme na eurá, tak výnos bude blízky nule. Nebude to stále tak, výnosy budú klesať alebo stúpať, ich cesta bude hrbolátá, ale najbližších 10 rokov na nich veľa nezarobíte.

Takže investorov čakajú nízke výnosy na akciách a takmer nulové výnosy na dlhopisoch?

Presne tak, preto výkonnosť klasického portfólia (60 percent akcií a 40 percent štátnych dlhopisov – pozn. TREND) bude v najbližšej dekáde bezprecedentne nízka. Takú situáciu sme tu už dávno nemali.

Pasívne či aktívne investovanie

Oplatí sa pri týchto očakávaniach investovať pasívne do ETF fondov?

Investovať pasívne sa môže stále oplatíť, obzvlášť ak máte dlhší ako 10-ročný horizont. Ale človek by si mal správne nastaviť očakávania. Nemal by čakať takú výkonnosť ako v posledných desiatich rokoch. Preto by nemal veriť manažérom, ktorí mu sľubujú na základe ukazovania minulých výnosov také aj do budúcnosti. Okrem toho, žiadne investovanie nie je úplne pasívne.

Isto aj portfólio v ETF fondoch sa z času na čas rebalansuje a mení.

Presne tak. Ak aj ide človek investovať pasívne, musí urobiť veľké množstvo aktívnych rozhodnutí. Preto nerád používam slovo pasívne, je to skôr stabilné zainvestovanie v čase. Potom tu máme premenlivé investovanie v čase, ktoré reaguje na trhový vývoj.

To je aktívne investovanie, čo vy ako asset manažéri robíte. Viete ponúknuť investorom vyššie výnosy, ako budú mať pri pasívnom investovaní?

Budeme sa snažiť aj v tomto desaťročnom období maximalizovať výnos, to je náš cieľ.

Aké máte riešenia?

Je ich viac. V prvom rade môžeme pridať do klasického investičného portfólia aj iné aktíva ako akcie a dlhopisy. Napríklad reality, ktoré môžu mať vyšší výnos. Myslím skôr realitné fondy, ktoré nešpekulujú na cenové rasty nehnuteľností, ale vsádzajú na stabilný výnos z nich napríklad vo forme nájmu. Momentálne majú realitné fondy ročné výnosy okolo troch až štyroch percent. Ak ich primiešame napríklad 10 percentami do klasického portfólia, získame 0,3 až 0,4 percent výnosu ročne navyše, čo pri konzervatívnom portfóliu nie je zanedbateľné.

Čo zlato? Patrí tam?

Áno, ale aj iné komodity. Sú vynikajúcim nástrojom investovania v inflačnom prostredí, ktoré teraz máme. Majú však aj svoje riziká. Nedajú sa dlhodobo pasívne držať, lebo takto neprinášajú výnos. Komodity však majú silné trendy a najmä v inflačných časoch dokážu priniesť dodatočný výnos.

O akých komoditách sa bavíme?

O rope, ktorá štandardne máva 60-percentnú váhu v komoditných indexoch. Tiež priemyselné kovy či poľnohospodárske plodiny. Ide skôr o indexy, nešiel by som do špecifických komodít, lebo tam sú oveľa väčšie riziká.

Ale keď som konzervatívny a navyše pasívny investor a nechcem takto aktívne investovať, čo môžem robiť?

Nemusíte byť aktívny, môžete nechať aktivitu na niekoho iného a zainvestovať do fondu, ktorý je aktívne spravovaný a vie za vás kúpiť aj tie komodity alebo zlato.

Bitcoin by som tam mal tiež primiešať?

Kryptomeny sú pre inštitucionálnych investorov, akými sú fondy, stále ťažká vec, pretože sa legislatíva vyvíja. Nikoho by som od bitcoinu neodhovárал a pár percentami môže byť zastúpený v portfóliu. Primiešanie bitcoinu už len piatimi percentami, pri potenciálnom pohybe bitcoinu o 50 percent, môže znamenať dodatočný výnos celého portfólia o 2,5 percenta, čo je dosť dobré. Lenže potom potrebujete aktívneho manažéra, lebo ten vie, že krypto trh je volatilný a bitcoin môže spadnúť aj na nulu.

Nie je lepšie nakúpiť stablecoiny?

Samozrejme, možností je veľa. Žiadna kryptomena by však nemala byť nakupovaná dlhodobo a pasívne. Za kryptomenami nie je žiadny fundament, takže každá môže spadnúť na nulu, preto by mal byť na toto investor pripravený a manažovať si to. Nikto netuší, ktorá z nich prežije ďalších 10 rokov. Ak sa to však urobí správne, výnos z kryptomien môže navýšiť najbližšiu dekádu výkonnosť portfólia.

Inovácie v investovaní

Predikovať vývoj na trhu sa celkom nedá, ale ak by ste do toho procesu zapojili umelú inteligenciu, pomohlo by to?

Iste a už to aj robíme. Experimentujeme už tri roky s počítačovými algoritmami, ktoré sa učia na základe dát a dávajú nám predikcie diania na trhu, napríklad na S&P 500. Tento rok ho už chceme zapracovať aj do našich portfólií.

Nerobia to isté roboadvisori?

Nie, tí robia v podstate finančné poradenstvo, ale online. Roboadvisor vám na základe vášho rizikového profilu urobí raz ročne rebalans (znovunastavenie, pozn. TREND) portfólia. Nie je to umelá inteligencia, ktorá dokáže rozoznať vzorce správania na trhoch a na základe nich aktívne spravovať portfólio.

Takže obchodníci s cennými papiermi, ktorí ponúkajú roboadvisorov a pasívne investovanie, umelú inteligenciu nemajú?

Nie, len sa to tvári ako inovácia, ale v podstate ponúkajú klasické pasívne portfólio s online poradenstvom a rebalansom, za ktorého správu si vypýtajú porovnateľný poplatok ako je v aktívne riadenom podielovom fonde.

Vy ako zástupca aktívneho portfólia manažéra kritizujete pasívne ETF fondy, ktoré vám konkurujú, čo je logické. Prečo banky vlastne neponúkajú v rámci širšej ponuky klientom aj pasívne investovanie?

Ja nie som proti ETF. My ich už používame v našich aktívnych portfóliách viac ako 12 rokov.

Lenže nejako ste to nepropagovali. Ja vnímam ETF fondy cez pasívne investovanie vašich konkurentov – obchodníkov s cennými papiermi.

Iste, posledných 10 rokov sa pasívni správcovia viezli na rastovej vlně na trhu. Stačilo sledovať S&P 500 index, lebo ten stále rástol. Tento index bolo ťažké prekonať, čokoľvek aktívne ste robili. ETFká sme nepropagovali, lebo boli vnútri v podielových fondov. Ale využívali sme ich na nákup akcií, aj pre nás je jednoduchšie akcie nakúpiť cez ne. A takisto už viac ako 5 rokov ponúkame klientom aj fondy so stabilnými zainvestovaním v čase do akcií, dlhopisov a realít. Takže to, čo nazývate pasívne investovanie, je už v ponukách bánk dlhé roky. Je to často o rétorike. Podielové fondy nikdy neboli také hlasné v médiách, lebo boli predávané bankami ich klientom.

Pasívni správcovia však tvrdia, že túto formu investovania neponúkate preto, lebo chcete viac zarobiť na poplatkoch pri aktívnej správe.

To, samozrejme, nie je pravda. Za pasívnu správu ETFiek si obchodníci cennými papiermi pýtajú často okolo 1,4 percenta ročne. Základný poplatok je 1,2 percenta a 20 percentuálnych bodov je vnorená nákladovosť ETFiek, pretože aj tie niečo stoja. Nákladovosť podielových fondov je u nás od 1,3 do 1,6 percenta. Čiže žiaden rozdiel.

Za aktívnu správu si klient nič navyše nepripláca?

Nie.

A poplatok za výkonnosť fondu?

Ten sa platí len v niektorých fondoch, ale z dlhodobého hľadiska ide najviac o 0,1 až 0,2 percenta ročne navyše. Aktívna správa nie je výraznejšie drahšia ako tá pasívna.

Nemáte vyššie náklady na distribúciu, čiže predaj fondov?

Závisí, že vyššie oproti komu? Oproti obchodníkom s cennými papiermi ponúkajúcimi ETF portfólia vyššie náklady nemáme. Vyššie ich máme oproti samotným ETF. Náklady každého investičného riešenia sú zložené z dvoch častí. Z nákladov na správu za fond a nákladov na distribúciu. Podielový fond má obe časti, ETF len náklad na správu, čo je pár desiatín percenta. ETF nemá náklady na distribúciu, keďže skúsení investori presne vedľa, čo chcú, nepotrebujú investičné poradenstvo, ani presvedčiť, že investovanie má zmysel.

Lenže roboadvisor by mal byť lacnejší ako reálna distribúcia fondov cez živých poradcov, nie?

Mal by byť, ale napokon sú náklady správcov portfólií ETFiek podobné ako naše aktívne spravované fondy. Dôvod je jednoduchý. Väčšinu klientov treba stále presvedčiť, aby začali investovať. Roboadvisor vyrieši len tých, ktorí už sami záujem majú.

Čo bude zarábať

Hovoríte tiež, že v ďalších 10 rokoch pravdepodobne nebude index S&P 500 lídrom vo výkonnosti na trhu. Čo ho môže nahradiť?

Líderstvo na trhu sa neustále mení. Ak si pozrieme výkonnosti všetkých aktív za ostatných 50 rokov, tak vidíme, že sú obdobia, keď je lídrom zlato, malé a stredné firmy či veľké spoločnosti – ako v poslednej dekáde. S&P 500 bol napríklad v prvej dekáde milénia jedným z najhorších trhov. Vtedy vládli rozvíjajúce sa trhy a komodity.

Nikto nedokáže predpovedať, kto bude lídrom v ďalšej dekáde?

Presne tak. Dôležité bude sledovať trh a ten to ukáže. Napríklad keď začnú americké akcie strácať líderstvo oproti iným regiónom.

Ale nejaké trendy už je vidieť aj v tomto roku.

Áno, napríklad sa začalo dať komoditám, čo je veľká zmena za posledných 10 rokov. To je trend, ktorý ešte len nastupuje, a možno budú komodity tým lídrom trhu.

Spomínali ste, že v konzervatívnom portfóliu máte aj hotovosť. Lenže držanie peňazí na účte je náklad. Oplatí sa ich vôbec mať?

Náš priemerný klient má asi 35 percent akcií. Ako doplníte ten zvyšok? Môžete nakúpiť dlhopisy, ale tie majú teraz záporný výnos, navyše majú aj volatilitu. Hotovosť má tiež záporné výnosy, ale neprináša dodatočnú volatilitu. Navyše, hotovosť viete rýchlo alokovať do niečoho, čo prinesie ďalší výnos. Nahrať hotovosť v konzervatívnom portfóliu je ťažké. V dynamickom hotovosť nemáme, okrem bežnej likvidity.

Kupujete len štátne dlhopisy či aj korporátne, ktoré sú výnosnejšie, ale aj rizikovejšie?

Kupujeme aj tieto dlhopisy. Najmä veľkých európskych bánk. Nikdy sme nekupovali firemné dlhopisy na Slovensku a ak, tak len troch – štyroch najväčších bánk, nie podnikov. Je ťažké si urobiť zhodnotenia rizika slovenských firiem oproti zahraničným, na burze obchodovaným spoločnostiam.

Investujete aj do spoločensky zodpovedných (ESG) firiem?

Iste, vidíme to ako trend a navyše nás k tomu motivuje aj európska regulácia. Máme fondy, ktoré sa špecializujú na ESG investovanie.

Na jednej strane investujete do ESG firiem, na druhej strane aj do komodít, ktoré až také zelené nie sú. Nie je to pre vás dilema?

Nie všetky fondy sa dajú spraviť tak, aby boli čisto ESG. Naša hlavná úloha je prinášať čo najlepší výnos v porovnaní s rizikom. Preto je na klientovi, či si vyberie riešenie, ktoré má ESG ako jasný cieľ, alebo riešenie, kde ESG je zohľadnené, ale nie je jediným faktorom.

Ako by mal bežný drobný investor investovať v roku 2022, aby porazil infláciu?

V prvom rade by si mal dlhodobo a pravidelne sporiť bez ohľadu na to, čo sa na trhoch deje. Do čoho sporiť, záleží na jeho rizikovom profile. Napríklad, ak by mal pasívne portfólio, mal by si tam primiešať aktívne spravovaný fond. Ten sa inak správa a môže mu doniesť dodatočný výnos.

Tiež by sa mal pozeráť aj inde, mimo akcií a dlhopisov. Napríklad na reality a komodity. Ďalšia dekáda nebude ľahká z pohľadu výnosov, ale to neznamená, že by investor mal vypredávať akcie. Mal by ale znížiť svoje očakávanie toho, koľko vie investovaním zarobiť.