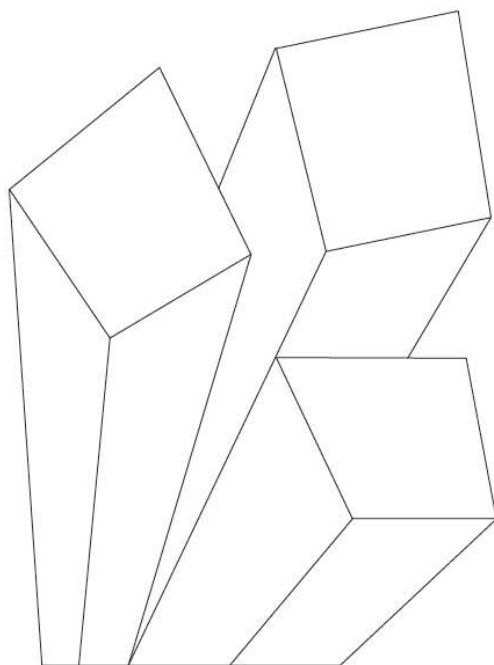


Kdy má aktivní správa smysl?

Téma čtvrtletí

1Q 2024



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

EMUN

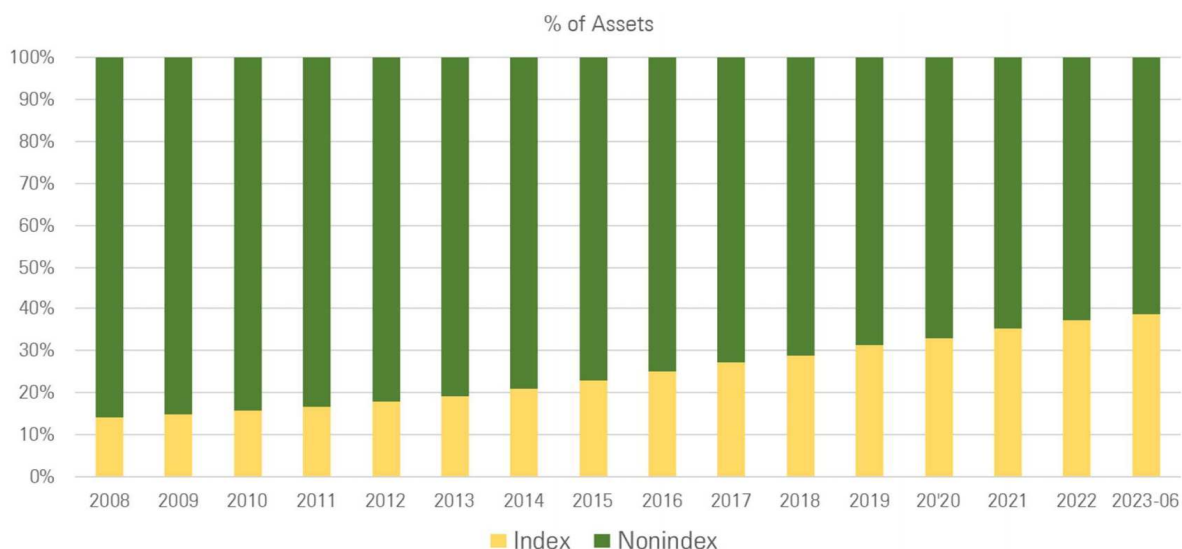
Kdy má aktivní správa smysl?

Řada investorů se na finančních trzích snaží překonat výkonnost trhu. A to i v oblastech, kde hraje pravděpodobnost dlouhodobě v jejich neprospěch. Nejnovější SPIVA reporty¹ například ukazují, že 89,08 % amerických, 83,35 % evropských a 85,61 % japonských akciových fondů nedokázalo po odečtení poplatků v uplynulých 5 letech překonat benchmark. S prodlužujícím se investičním horizontem se situace v mnoha regionech dále zhoršuje. Podobných výsledků dosahují fondy zaměřené na státní dluhopisy. O něco lépe jsou na tom fondy v oblasti korporátních a high yield dluhopisů (65,5 % amerických a 79,4 % evropských fondů zaměřených na high yield dluhopisy nepřekonalo v uplynulých 5 letech benchmark). Mají tedy vůbec smysl snahy o překonání trhu (dosažení tzv. alfy)?

Kde hledat alfu?

Finanční trhy se v průběhu času stávají čím dál tím efektivnější. Technologický pokrok posunul celé odvětví mílovými kroky kupředu. Dostupnost informací roste a stejně tak i počet profesionálů, kteří se snaží „porazit trh“. Se zvyšující se konkurencí nicméně zároveň klesá počet těch, kteří to skutečně zvládnou. Není proto příliš velkým překvapením, že se investoři začali v posledních letech odvracet od aktivně řízených fondů.

OBRÁZEK 1: INDEXOVÉ STRATEGIE DOSÁHLY 39 % PODÍLU NA GLOBÁLNÍCH AKTIVECH



Zdroj: Morningstar Global Fund Flows – First Half of 2023. Data k 30. červnu 2023.

Překonání tržní výkonnosti je velmi obtížné. Naopak dosažení tržního výnosu nebylo nikdy snazší. Stačí nakoupit nízkonákladový pasivní ETF (Exchange Traded Fund), který kopíruje široce diverzifikovaný index vybrané třídy aktiv.

Stále však existují trhy, na nichž je možné dlouhodobě dosahovat nadprůměrných výnosů. Jedná se o trhy s nižší efektivitou, na nichž je výrazně vyšší pravděpodobnost, že narazíme na nesprávně oceněné investiční nástroje.

¹ SPIVA U. S. Scorecard; S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP; SPIVA Europe Scorecard; S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP; SPIVA Japan Scorecard; S&P Dow Jones Indices LLC, CRSP.

Jak rozpoznat neefektivní trhy?

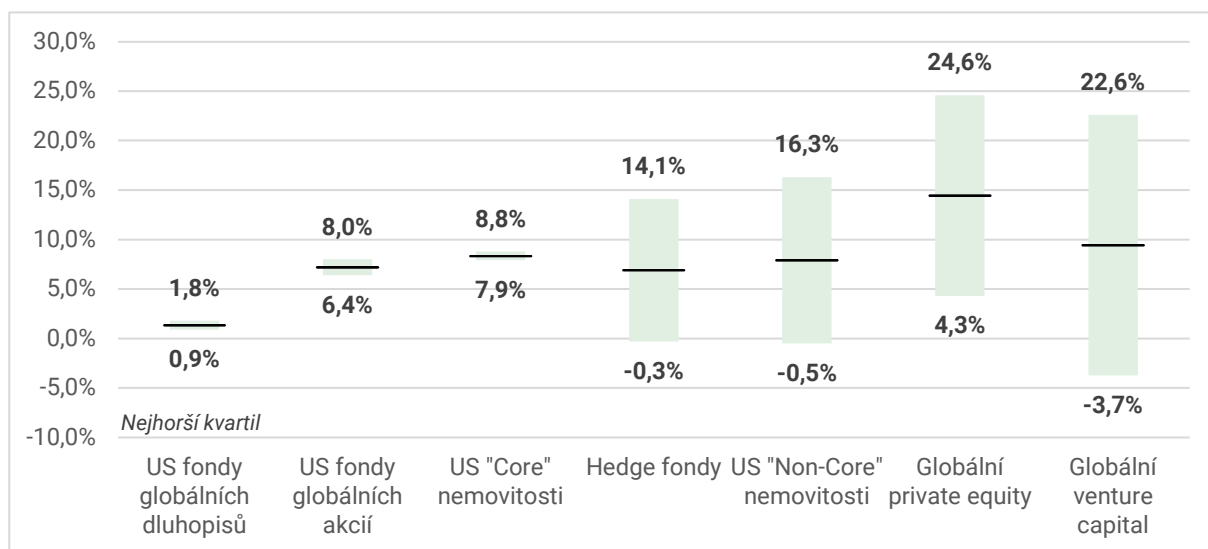
Trhy s nízkou efektivitou mají několik poznávacích znaků. Typicky se nachází mimo pozornost většiny investorů. Dále mají nízké analytické pokrytí, často jsou méně likvidní a vyžadují vysokou míru specializace. Mnohdy jsou různým způsobem pokriveny regulací či svázaností velkých institucionálních investorů. Efektivita dále rychle klesá na trzích, na nichž jsme svědky nucených výprodejů, respektive kde nabídka výrazně převyšuje poptávku.

Dalším ze způsobů, jak rozpoznat méně efektivní trhy, je podívat se na disperzi ve výnosech profesionálních portfolio manažerů. Disperze nám říká, jak velké jsou rozdíly mezi nejlepšími a nejhorsími portfolio manažery v dané třídě aktiv či na daném trhu. Čím větší je rozdíl ve výnosech, tím větší je šance, že jsme narazili na trh s nižší efektivitou.

Na obrázku 2 je znázorněn rozptyl ve výnosech portfolio manažerů v různých třídách aktiv za období 10 let. Horní hranice definuje v každé třídě aktiv výnosy nejlepších 25 % portfolio manažerů, spodní potom znázorňuje výkonnost nejhorsí čtvrtiny. Z obrázku je zřejmé, že nejeftektivnějšími trhy se zdají být trhy dluhopisů, kde byl rozptyl v rozmezí 0,9 % až 1,8 %. Situaci zde nicméně zkresluje skutečnost, že se průměrné výnosy dluhopisů pohybovaly v poslední dekádě na velmi nízkých úrovních. Výrazného zvýšení výnosů jsme se dočkali až v posledních letech. Druhým trhem s nejmenším rozptylem ve výnosech jsou U.S. Core nemovitosti. Rozdíl mezi nejlepší a nejhorsí čtvrtinou fondů je pouhých 0,9 %. Pomyslné třetí místo obsadily akciové fondy. Historická data naznačují, že výše uvedené tři trhy byly v uplynulé dekádě vcelku efektivní.

Podstatně příznivější situace byla v případě investora zaměřeného na generování dlouhodobě nadprůměrných výnosů na zbývajících čtyřech trzích. Zde rozdíly ve výkonnosti mezi nejlepšími a nejhorsími portfolio manažery překročily hranici 10 % v případě hedge fondů a US Non-Core nemovitostí a dokonce 20 % v případě private equity fondů a venture capital fondů. Na těchto trzích byla pravděpodobnost dosažení výrazně lepších než tržních výnosů historicky mnohem vyšší.

OBRÁZEK 2: ROZPTYL VE VÝNOSECH PORTFOLIO MANAŽERŮ V RŮZNÝCH TŘÍDÁCH AKTIV (10 LET)



Zdroj: Burgiss, NCREIF, Morningstar, PivotalPath, J. P. Morgan Asset Management

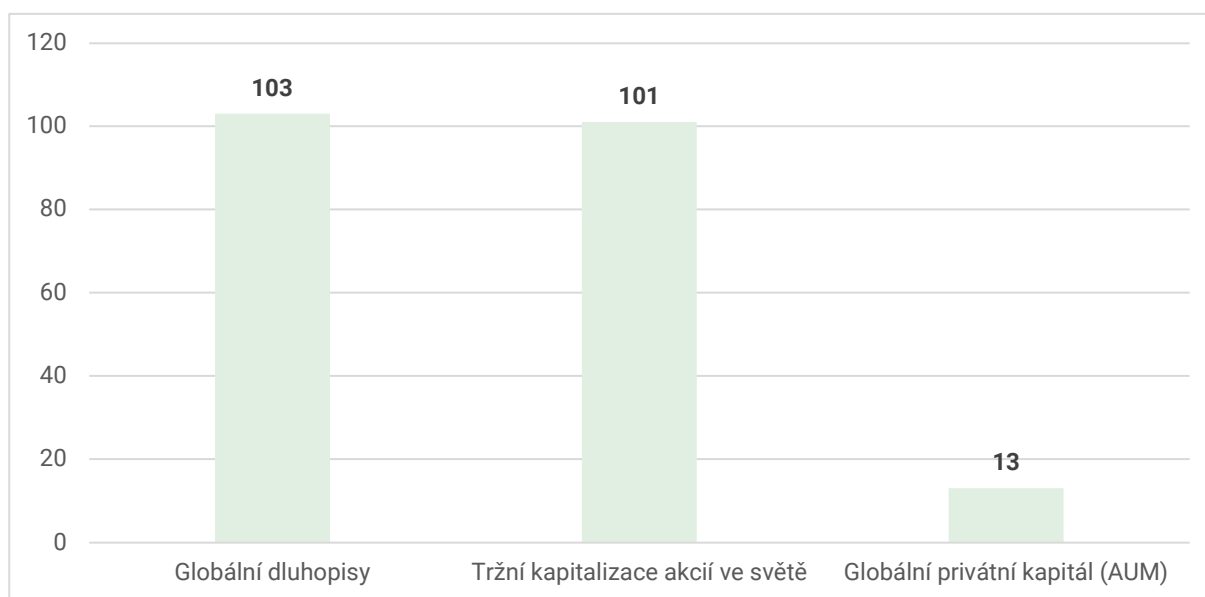
Disperze manažerů vychází z ročních výnosů U.S. Fund Global Equities, U.S. Fund Global Bonds, Hedge Funds a U.S. Core Real Estate za období 10 let končící 3Q/2023. Non-Core Real Estate, Global Private Equity a Global Venture Capital vychází z IRR za období 10 let končící 2Q/2023.

Z jakého důvodu? Protože se jedná o méně efektivní trhy vyznačující se nízkou likviditou, nízkým či žádným analytickým pokrytím a vyšší specializací fondů, které v daných oblastech působí.

V budoucnu přirozeně nelze spoléhat na to, že se výše uvedené rozptyly ve výkonnosti budou opakovat. Se zvyšujícím se zájmem investorů o oblast alternativních investic a s ním spojeným masivním přílivem kapitálu (v posledních 10 letech přiteklo 10,7 bilionu USD², objem spravovaných aktiv se ztrojnásobil) budou i tyto trhy čím dál efektivnější. Stále zde však existuje dostatečný prostor pro hledání výjimečných portfolio manažerů, kteří budou schopni dosáhnout dlouhodobě nadprůměrných výnosů.

Private equity fondy a venture capital fondy nejsou běžně dostupné drobným investorům. Fondy investují typicky do společností, které nejsou obchodovány na veřejných trzích. Těch je mnohem více než firem přijatých k obchodování na burze. Prostor pro nalezení zajímavých investičních příležitostí je zde tudíž vyšší. Ke konci března bylo dle údajů asociace NAICS³ ve Spojených státech 34 216 společností s tržbami vyššími než 100 mil. USD. Ve stejném období se na burze NYSE a NASDAQ obchodovalo 3 213 firem s tržbami většími než 100 mil. USD⁴. Prostým odečtem zjistíme, že ke konci prvního čtvrtletí bylo ve Spojených státech 31 tis. neveřejně obchodovaných firem, které by z hlediska velikosti mohly být atraktivní pro fondy alternativních investic. Trh private equity fondů je ve srovnání s tradičními trhy stále relativně malý.

OBRÁZEK 3: VELIKOST VEŘEJNÝCH A NEVEŘEJNÝCH TRHŮ (V BILIÓNĚCH USD)



Zdroj: SIFMA, BIS, Pitchbook, Apollo Chief Economist. Poznámka: Data k roku 2022 a 2023Q2 (BIS data).

Má smysl hledat alfu?

Individuální investoři, kteří se rozhodnou dosáhnout alfu svépomocí, bojují s větrnými mlýny. Obzvláště na efektivních trzích. Dlouhodobé statistiky ukazují, že pravděpodobnost hraje v jejich neprospěch. Čím efektivnější je trh, tím menší je šance dosáhnout dlouhodobě nadprůměrné výnosy.

² Global Private Equity Report 2023, Bain & Company

³ NAICS Associates, Detailed Business Counts

⁴ Bloomberg

Pravděpodobnost selhání naopak výrazně roste. O dosažení lepších, než tržních výnosů má smysl usilovat zejména na trzích neefektivních. Příkladem mohou být akcie z rozvíjejících se zemí, akcie firem s velmi nízkou tržní kapitalizací (tzv. small-caps, micro-caps), méně likvidní korporátní dluhopisy z regionu Střední Evropy a jiných rozvíjejících se zemí, dluhopisy se spekulativním ratingem, nemovitosti, private equity, venture capital a jiné specifické trhy.

Hledání alfy má stále smysl. Klíčovým faktorem je nicméně selektivita. Slovy nedávno zesnulého Charlieho Mungera: „*Fish where the fish are*“.