KOMENTÁR

30. október 2025

Investovať aktívne či pasívne?

Na prvý pohľad je to jasné. Aktívny portfólio manažér vyhľadá podcenené finančné aktíva, kde získava vyšší výnos než zvyšok trhu, takzvanú alfu, a za to si berie vyššie poplatky. Pasívny manažér investuje do všeobecných trhových indexov, čo je pre klienta lacnejšie, ale zase ponúka len trhový výnos, takzvanú betu. Dobrodružný klient a ten so špecifickými preferenciami si vyberie aktívne riadené portfólio a klient s veľmi dlhým investičným horizontom a s preferenciou ochrany pred nadmernými trhovými rizikami si vyberie pasívne portfólio. V skutočnosti sa však v živote pohybujeme v rôznych siločiarach a tu a tam nám vyhovuje jeden a druhý prístup a aj naraz. A okrem toho oba prístupy majú niečo spoločné.

V prvom rade neexistuje jeden všeobecný benchmark pre celý finančný trh, ktorý by zachytil všetky obchodovateľné aktíva na trhu. Neexistuje dokonca ani len jeden všeobecný uznávaný benchmark pre jednotlivé triedy aktív – pre peňažný trh, dlhopisy, akcie, komodity či meny. A preto oba typy manažérov, aj aktívni, aj pasívni, si musia v závislosti od vlastnej investičnej stratégie vybrať konkrétnu skupinu benchmarkov. V tomto zmysle slova aj pasívny portfólio manažér nie je úplne pasívny.

Na akciovom trhu je najčastejšie používaným benchmarkom americký akciový index S&P 500, prípadne širší index vyspelých krajín MSCI World. Oba indexy sú veľké, ale zďaleka nezahŕňajú všetky verejne obchodovateľné akcie na svete, ktoré sú dnes v objeme takmer 150 biliónov dolárov. Index S&P 500 obsahuje 500 najväčších verejne obchodovateľných amerických firiem v hodnote (v trhovej kapitalizácii) 60 bil. dolárov, čo je asi 85 % všetkých amerických verejne obchodovateľných akcií a 40 % takýchto svetových akcií. MSCI World má trhovú kapitalizáciu okolo 90 bil. dolárov, čo je stále len okolo 60 % svetových akcií. A najširší index používaný ako benchmark, MSCI All Countries, ktorý zahŕňa aj rozvojové a rýchlo sa rozvíjajúce krajiny, má trhovú kapitalizáciu niečo vyše 110 bil. USD, čo je 80 % svetových obchodovateľných akcií.

Pri dlhopisových benchmarkoch je ponuka veľmi široká, čo znamená, že vybrať jeden objektívny benchmark pre všetky konzervatívne dlhopisové portfóliá je ťažšie a v podstate aj nemožné. Samozrejme, aj akcie sa líšia – cyklické/necyklické, veľké/malé firmy, hodnotové/rastové, rôzne krajiny, sektory, ale pri dlhopisoch je miera správania rôznych dlhopisov ešte rozdielnejšia, čo vylučuje syntézu do jedného alebo niekoľkých benchmarkov. Každý portfólio manažér, aj ten pasívny, si musí zvoliť jeden podľa svojho zamerania, to v podstate znamená ignorovať iné. A napríklad tu hrá veľkú úlohu aj kurzové riziko, lebo volatilita meny ovplyvňuje dlhopisové výnosy relatívne viac ako akciové, a preto aj zabezpečenie sa proti kurzovému riziku stojí pri dlhopisoch relatívne viac.

Komodít je celkom málo, navyše sú členené do troch či štyroch úplne odlišných skupín – energie, (priemyselné a drahé) kovy a agrokomodity. Majú odlišné príbehy a málo spoločných vlastností. Aj tu existujú sumárne benchmarkové indexy, ktoré sa snažia komoditám prideliť nejakú váhu a syntetizovať ich najprv do skupín podľa druhu a potom do jedného indexu, ale z pohľadu portfóliového manažmentu to nedáva veľkú pridanú hodnotu. Tu sa skôr používajú jednotlivé komodity s konkrétnym miestom dodania (napríklad ropa Brent) a konkrétnym časom dodania (komodity sa vo všeobecnosti obchodujú s dodaním o jeden mesiac).

Menový trh nie je vhodný na dlhodobé investovanie, preto sa ním „klasický“ portfóliový manažment ani nezaoberá. Ak áno, tak len na úrovni zabezpečenia sa proti výkyvu mien, v ktorých sú oceňované akcie či dlhopisy.

Ak by pasívny portfólio manažér nastavil pred 20 rokmi dynamické portfólio pre svojho klienta len na povedzme S&P 500, získal by 9-percentný priemerný ročný výnos, pri MSCI World (vyspelé krajiny), rovnako ako pri MSCI All Countries (vyspelé a emerging markets) by mal ročné zhodnotenie 6,5 %. Pri prepočte na euro sú dokonca tieto nárasty o máličko vyššie, a teda by ani nemusel pozície menovo zaisťovať. Všetky tri indexy navyše prinášajú celkom nízku volatilitu, a teda dlhodobo „priemerný pokoj“.

A navyše, čo je dôležité, takýto klient by zhodnotil svoje portfólio aj reálne, keďže priemerná miera spotrebiteľskej inflácie na Slovensku bola za posledných 20 rokov 3,2 % – aj keď popravde treba uznať, že každý investor/spotrebiteľ má svoju vlastnú spotrebu, a teda má individuálnu mieru inflácie. A zhodnotil by ho aj reálne, dokonca aj pri povedzme najhoršej pravdepodobnej voľbe, pri investícii len do rozvojových a rýchlo sa rozvíjajúcich trhov cez MSCI Emerging Markets, kde by za 20 rokov získal 3,4 %, v eurách o niečo viac. Samozrejme, toto je len jednoduché porovnanie minulého vývoja medzi dvomi obdobiami, konkrétne vplyvy na klienta by boli individuálne podľa toho, kedy a koľko v priebehu tohto obdobia investoval.

Pri čisto konzervatívnom portfóliu by však mal úplne pasívny portfólio manažér problém udržať kladný reálny výnos pre klienta. Aby tento cieľ naplnil, investujúc podľa rešpektovaných benchmarkov Bloomberg Bond Indices, musel by investovať buď do amerického dlhopisového trhu so všeobecným zameraním (štátne, korporátne, HZL), kde bol výnos za posledných 20 rokov tesne nad infláciu (3,4 % p. a.), alebo, ešte lepšie, do high-yieldového indexu, kde bolo medziročné zhodnotenie vyššie, okolo 6,5 % – zhodou okolností rovnako ako pri akciovom MSCI World, no pri tretinovej volatilite.

Porovnateľný výnos za posledných 20 rokov ponúkal aj európsky high-yieldový Bloomberg Index, ale všeobecný európsky dlhopisový index mal výnos pod infláciu a ešte nižšie zhodnotenie mal index venovaný európskym štátnym dlhopisom. Portfóliový manažér spravujúci konzervatívne portfólio v uplynulých 20 rokoch by teda mal pomerne obmedzené možnosti na dosiahnutie kladného reálneho výnosu a musel by svoje portfólio oproti dynamickému investorovi „šperkovať“. Aktuálne sú výnosy aj na kreditne lepších papieroch vyššie, ale na druhej strane sú vyššie aj inflačné očakávania.

Vo všeobecnosti sú pasívne portfóliové riešenia veľmi lacné, lebo sú svetovo hojne využívané, a existuje dostatok dostupných likvidných nástrojov, takzvaných ETF (exchange trade funds), ktoré svojím zložením kopírujú akciové či dlhopisové indexy (tieto indexy nejde kúpiť priamo). Poplatky pre správcu ETF sú malé. Tieto náklady, takzvané total expense ratio, vyjadrené ako poplatok správcovi z čistej hodnoty aktív, pri veľkých indexových akciových ETF na index S&P 500 nepresahujú 0,1 % ročne, pri MSCI World je maximum trochu viac a pri dlhopisových ETF ešte viac, ale povedzme aj za menej likvidné nástroje by ste nemali zaplatiť viac ako 0,5 %. Preto je pasívny portfóliový manažment serióznou ponukou pre dlhodobého konzervatívneho a aj dynamického investora. Napríklad u nás takto investujeme v investičnom sporení Privatbanka Budúcnosť.

A ďalej, vo väčšine prípadov je pasívny manažment úspešnejší než aktívny. Viaceré štúdie uvádzajú, že len 10 až 20 % aktívnych portfóliových manažérov porazí pasívnu stratégiu, a teda dosiahne kladnú alfu. Dokonca pri akciách veľkých podnikov (pri large capoch) je táto miera úspešnosti zvyčajne pod 10 %. Navyše aktívne riešenia sú nákladnejšie, lebo portfólio manažér musí hľadať menej masové a tým drahšie nástroje a musí aj finančné nástroje nakupovať a predávať častejšie, čo niečo stojí. Ale na druhej strane môže portfólio úplne personalizovať, tzn. prispôsobiť preferenciám klienta, aj tým najšpecifickejším. Zároveň to je v podstate jediná možnosť, ako na vysoko konkurenčnom trhu získať nadvýnos. A napokon aktívny prístup je oveľa vzrušujúcejší a motivujúci aj pre klienta a aj pre portfólio manažéra.

Prvým a zásadným krokom aktívneho portfólio manažéra je strategická alokácia aktív. Ide o dlhodobé (na roky dopredu) rozloženie investícií do tých aktív, ktoré majú podľa jeho názoru najlepší dlhodobý pomer výnosu, rizika a likvidity. Manažér vyberá z celého investičného vesmíru a nesnaží sa trh časovať, ale pozerá sa na potenciál aktíva v dlhodobom horizonte.

V ideálnom prípade má názor o potenciáli každého jedného finančného aktíva na svete, ale to, samozrejme, nie je možné. A preto v optimálnom prípade vyberá len z tých aktív, ktorých potenciál vie odhadnúť, a jeho cieľom je dlhodobo predbehnúť bežný trhový výnos alebo, ešte lepšie, konkurenciu.

Tak napríklad v našom prípade sme dlhodobo favorizovali všeobecne americké akcie, lebo išlo a ide o veľkú likvidnú znalostnú ekonomiku s veľkým súkromným sektorom, s nadpriemernou schopnosťou reinvencie a silne podporenú inštitúciami. Obyčajný S&P 500 bol pre nás najlepší pomer rizika, výnosu likvidity a nevyrušovalo nás, že mnohí portfólio manažéri nad ním ohŕňali nos ako nad „príliš jednoduchým riešením“.

Špeciálne sa nám pozdával IT sektor, lebo je hlavným nositeľom štrukturálnej zmeny, priťahuje šikovných ľudí schopných kapitalizovať svoj talent a úsilie a hlavne firemní či koncoví zákazníci IT firiem chcú za produkty platiť. To sa nám aj potvrdilo, napokon (americký) IT sektor dosahoval nadpriemerné marže a rástol ešte rýchlejšie než všeobecný index a zvyšoval v ňom svoj podiel. Pozdával sa nám povedzme aj sektor bežnej spotreby, lebo vo všeobecnosti demokratické krajiny „trpia“ na politický cyklus, keď aktuálna vláda podporuje (zvyšuje a cyklicky vyrovnáva) spotrebu domácností, aby dostala voličské hlasy aj v najbližších voľbách. A iné.

To do určitej miery platí aj dnes, aj keď treba povedať, že sa niečo v americkej budúcnosti pokazilo, ide hlavne o eróziu inštitúcií a veľkú makroekonomickú nerovnováhu, na druhej strane však americká ekonomika bude najväčším beneficientom AI a má šancu sa z nerovnováh dostať celkom rýchlo. Pozeráme sa teraz aj po Európe, lebo veríme, že uvedomenie si viacerých veľkých hrozieb, ktorým čelí už dlhodobo a ktoré sa už postupne materializujú, pomôže nakopnúť potrebné štrukturálne politiky. Plus Európa nemá ako celok významnú makroekonomickú nerovnováhu a ceny aktív sú oproti USA nižšie.

Nestačí však len vedieť, kde investovať, ale rovnako dôležité je vedieť aj to, kde neinvestovať. Napríklad napriek všeobecnému nadšeniu nebola u nás populárna Čína, lebo sme videli veľké riziká. A čo je zaujímavé, hoci čínska ekonomika rástla dlhodobo rýchlejšie než americká (mimochodom, spomedzi emerging markets len juhovýchodná Ázia dobieha vyspelé krajiny), jej akciové indexy zaostávali za americkými. Alebo inak, jej indexy rástli pomalšie ako HDP, pričom v USA to bolo naopak.

Napriek pohľadu z helikoptéry alebo, ešte lepšie, z kozmu na svet investičných aktív strategická alokácia nie je univerzálnym receptom pre každého klienta, ale je veľmi potrebné posúdiť a akceptovať individuálne preferencie klienta. Jeho investičné ciele, jeho toleranciu k riziku a investičný horizont. A teda klient zďaleka nemusí mať zastúpenie vo všetkých triedach aktív, ktoré považuje portfólio manažér za atraktívne.

Strategická alokácia aktív sa prehodnocuje spravidla raz do roka – nemusí to byť nevyhnutne na začiatku roka, ale skôr vtedy, keď už máme k dispozícii aj ročné dáta, a teda najlepšie niekedy v apríli, máji. Ale dobrý dôvod je aj vtedy, keď sa zmenia dôležité parametre na trhu, ktoré vedú k zmene statusu quo. A, samozrejme, aj vtedy, ak sa zmenia parametre klienta – jeho ciele, investičná stratégia a pod.

Ďalší level je taktická alokácia aktív, a teda krátkodobé (najviac do roka) využitie odchýlok cien aktív od dlhodobého vývoja na trhu s cieľom získať dodatočný výnos pre klienta nad rámec jeho strategicky nastaveného portfólia. Je to už taká nadstavba, prejav „najaktívnejšieho“ manažmentu aktív, keď sa dočasne nastavujú v portfóliu oproti strategickej alokácii vyššie podiely, ak ide o využitie krátkodobých príležitostí, alebo v prípade ochrany pred rizikom aj nižšie podiely jednotlivých investičných nástrojov. Využíva sa zmena ekonomického výhľadu, valuácie, sentimentu alebo momenta (krátkodobého trendu). Taktická alokácia sa prehodnocuje v kratších intervaloch, mesačne alebo najviac štvrťročne a v prípade náhlej zmeny fundamentu na trhu aj ad hoc. Na rozdiel od strategickej alokácie sa tu používajú technické ukazovatele, a teda implicitne aj časovanie trhu.

Technická alokácia je doménou skúsených portfólio manažérov, lebo je náročná na správne posúdenie vplyvu všetkých dostupných parametrov v dynamickom

prostredí aj z pohľadu reakcie trhu a nesie vysoké riziko nesprávneho načasovania vstupu a aj výstupu. Navyše technická alokácia je aj drahšia, lebo je potrebné viac obchodovať a využívajú sa menej masové nástroje s vyšším poplatkom. Ale na druhej strane môže priniesť do celkového investičného gulášu potrebné korenie tak, aby bol ten guláš lepší, ako ho má konkurencia, a teda aby bol klient spokojný a tým aj jeho portfólio manažér.

Optimálne individuálne portfólio využíva všetky tri stratégie naraz, samozrejme, v závislosti od všetkých tých faktorov, o ktorých sme už písali – investičného cieľa, investičného horizontu a rizikového apetítu klienta tak, aby sa naplnili jeho ciele v oblasti výnosu, rizika a aj likvidity. Tak to robíme my v Privatbanke.

Richard Tóth
hlavný ekonóm

Kontakt: Richard Tóth, hlavný ekonóm. Tel. +421 2 3226 6531. Fax: +421 2 3226 6910. E-mail: research@privatbanka.sk, toth@privatbanka.sk. Web: www.privatbanka.sk

Upozornenie: Vyjadrené názory a pohľady sú stanoviskom autora v čase písania správy. Táto správa vyjadruje len všeobecné stanovisko. Žiadna informácia alebo názor nepredstavuje ponuku na nákup alebo predaj cenného papiera alebo iného finančného nástroja. Správa nie je určená na poskytovanie osobného investičného poradenstva a neberie do úvahy špecifické investičné ciele, finančnú situáciu a osobné záujmy kohokoľvek, kto by mohol túto správu prijať. Hoci sú informácie v správe považované za spoľahlivé, nie je možné zaručiť ich správnosť. Právo meniť akúkoľvek formuláciu kedykoľvek a bez upozornenia vopred je vyhradené. Hodnota cenného papiera alebo iného finančného aktíva a príslušného výnosu môže stúpať alebo klesať a návratnosť investície nie je zaručená. Výkonnosť cenného papiera alebo iného fin. nástroja v minulosti nie je zárukou alebo indikátorom výkonnosti v budúcnosti. Investície na trhoch rýchlo sa rozvíjajúcich krajín sú spravidla pre vyššiu politickú a ekonomickú nestabilitu a nerozvinutý trh a systém rizikovejšie. Zmeny výmenných kurzov a daňový režim vplývajú na hodnotu, cenu alebo výnos cenného papiera alebo iného finančného nástroja.