

# Nejčastěji se mě lidé ptají, kdy trhy spadnou, a je to relevantní otázka

David Busta  
david.busta@hn.cz



**V**šechno jde nějak moc hladce. Na trzích se počítá s tím, že inflace je vyřešená, sazby půjdou dolů, americká ekonomika se vyhne recesi a firmám porostou zisky. Akciové indexy tak dosahují nových historických maxim. Není proto divu, že nejčastěji se lidé Petra Zajíce, šéfa investic v české Amundi, ptají, kdy to spadne.

Zajíc sice žádnou katastrofu neprorokuje nicméně přílišný optimismus na finančních trzích jej také znepokojuje. Když jsou všichni optimisté a sází na pár velkých firem, stačí málo, aby se situace otočila. Index S&P 500 nezavrhne, ale investoval by do jeho méně známé verze. Zároveň v rozhovoru pro HN uvádí, že i české státní dluhopisy jsou ve skutečnosti atraktivnější, než byly rok až dva zpět.

**Na co se vás lidé nejčastěji v posledních týdnech a měsících ohledně vývoje na finančních trzích ptají?**

Je to možná zvláštní, ale aktuálně je nejčastější dotaz „Kdy to spadne?“

**A kdy to spadne? Je to mimochodem z pohledu investora vůbec relevantní otázka?**

V podstatě od října 2022 nám akciové trhy kontinuálně rostou s občasnými malými záchvěvy. Většina indexů dosáhla svých historických vrcholů. Tudíž jde určitě o relevantní otázku, jenže odpovědět na ni je těžké. Ve Spojených státech nás čekají volby a historicky jsou volební roky pro akciové trhy úspěšné ale letos jsme průměrnou výkonnost v těchto letech už dávno překonali. V USA nám započalo snižování úrokových sazeb, ale trh s ním už rok a půl počítá a sází na rychlejší pokles, než co anoncuje samotná centrální banka. Máme solidní výsledky firem, ale když se podíváme na index S&P 500, tak v posledních sedmi čtvrtletích generuje z většího růst zisků na akcii sedm největších firem. Vypadá to že americká ekonomika se vyhne přes prudké zvyšování sazeb v uplynulých letech recesi, ale pokud to tak bude, půjde o historicky takřka unikátní vyústění.

**Vyvoláváte ve mně pocit, který člověk má, když se mu vše až podezřele dobře daří. Zřejmě být nervózní a přemýšlet, co přehlédl...**

Všechno se zatím vyvíjí dobře, ale klíčové je jestli trh není až moc optimistický. Nyní pracuje právě se scénářem, že vše dopadne takřka perfektně. Ekonomika se vyhne recesi, sazby půjdou dolů, inflace je vyřešená, firmám porostou zisky. A to je samo o sobě rizikové. Když firma očekává, že vygeneruje na zisku 100, analytici si myslí 105, ale trh zaceňuje 125, tak výsledek 107 je lepší než odhad firmy i analytiků, ale akcie dané společnosti stejně často zahučí dolů.

**Uvedl jste příklad, kdy byli analytici blíž realitě. Jak si obecně vedou experti ohledně svých předpovědí?**

Před lety jsem viděl statistiku, kdy největší úspěšnost předpovědi byla u pohybu úrokových sazeb a dluhopisů, následovaly výsledky firem. Naopak špatná byla u měnových pohybů. Obecně je ale potřeba říct, že tehdy na trhy neměli zdaleka takový vliv drobní investoři a převládala přístup odspoda nahoru, kdy se více zohledňovala vnitřní hodnota firem a kurz akcií odrážel do větší míry fundamenty – tedy jejich byznys. Drobní investoři podle mě dnes moc neřeší, jak se firmě daří, ale spíš jestli ji znají, nebo neznají.

**Zmiňoval jste, že jedeme na trzích nahoru s malými výkyvy, a zároveň říkáte, že tu**



Petr Zajíc byl 1. října jmenován do funkce chief investment officer společnosti Amundi Czech Republic a stal se členem jejího představenstva. Dříve působil ve vedoucích pozicích ve firmách Conseq, Patria Finance a ČSOB.

Foto: HN – Libor Fojtík

**máme drobné investory, kteří moc neřeší fundamenty. Pokud jsem aktivní investor vybírající konkrétní akcie, je dnes snazší, nebo těžší najít příležitosti?**

Určitě je snazší příležitosti hledat, neboť jsou informace dostupnější a trh je transparentnější. Nepotřebujete mít tátu v odborech aerolinky, abyste se dozvěděl zásadní informaci, jako to bylo třeba ve filmu Wall Street. Je snazší zjistit si data, vytvořit model. Horší ale naopak je dostat se do bodu, kdy se vaše teze naplní, neboť máme na trhu více investorů, kteří neřeší fundamenty dané firmy, ale rozhodují se, řekněme, více pocitově.

**Přemýšlím, jestli tu funguje smýčka. Když více investorů nakupuje firmy třeba jen na základě průběhu o umělé inteligenci a podobně, tyto podniky rostou – tak to tlačí i ostatní investory, abys je kupovali, protože jinak budou zaošťávat za trhem...**

V posledních letech je růst trhů opravdu hodně koncentrován, což dlouhodobě není dobře. Pro stabilitu by bylo lepší, aby měl růst širší základnu. Když nám trh táhne sedm firem, které jsou naceněné velmi ambiciózně, a třem se přestane dařit, tak máme problém. Ačkoliv se může zdát dnes pozice sedmi největších amerických firem neofešitelná, historicky tomu tak není. Před 20 lety bychom v první desítku našli z dnešních obrů pouze Microsoft.

**Kdybyste si měl vybrat, zda vsadíte na S&P 500 vážený podle tržní kapitalizace, nebo na index, kde jsou firmy zastoupeny rovnoměrně, který byste vybral?**

Verzi s rovnoměrným rozložením. Když se podíváte na ocenění S&P 500, tak je ambiciózně oceněný, obchoduje se za 23- až 24násobek zisků v příštích 12 měsících, a to v době, kdy máme pořád vysoké úrokové sazby a rozhodně nečekáme růst ekonomiky o pět procent. Zajímavé ale je, že 493 firem z 500 v indexu se obchoduje za 18násobek. Zde je vidět, jak jsou stále vysoká očekávání od zmíněných sedmičky. Rozdíl mezi ziskovostí oněch sedmi a 493 firem se přitom snižuje. My příští rok očekáváme, že u sedmičky poroste zisk asi o 6,7 procenta a u zbytku v průměru o 5,2 procenta. Pořád

A dnes jsme právě v tomto bodě, kdy jim jsou okolnosti nakloněné.

**Visí vám tu na stěně vývoj US Pioneer Fundu, což je třetí nejstarší fond na světě a poráží index S&P 500. V čem je jeho kouzlo?**

V aktivní správě a hledání podhodnocených firem. Za svých téměř 100 let existence měl pouze pět portfolio manažerů, kteří drží danou filozofii. Jde o fond s poměrně stabilním růstem, v kategorii, kam lze zařadit třeba Warrena Buffetta a jeho investice. Náskok fondu je historicky vysoký, takže ani pár špatných let by jeho nadvýkonnost oproti S&P 500 moc neovlivnilo.

**Jak se daří českým fondům od Amundi?**

S našim fondem Amundi All Star Selection nyní americký index neporážíme, ale není to ani jeho cílem. Jde totiž o globální fond fondů, který v sobě má různá investiční témata. Jde o hodně univerzální a diverzifikované řešení napříč regiony, styly a tématy. Velmi dobré výsledky máme nyní u fondů Amundi obligacioní či KB Dluhopisový, které investují na dluhopisovém trhu. Zde se nám aktivní řízení fondů dlouhodobě vyplácí.

**Dluhopisovému trhu se loni i letos dařilo poměrně výjimečně. Otázka tedy spíš je, co od nich očekáváte teď. Má pořád smysl do nich vstupovat?**

Myslím si, že ano. A z jistého pohledu je i lepší čas než před zhruba dvěma lety.

**Neumím si upřímně moc představit, že je zde potenciál pro další prudký růst, jaký jsme viděli. Zejména s ohledem na to, jaký pokles sazeb už trhy zaceňují...**

Z pohledu absolutního výnosu máte asi pravdu, ale je zde spíše otázka relativního. Před dvěma nebo třemi lety jste přemýšlel, jestli využít nástroje peněžního trhu, nebo dluhopisy. A protože byla inverzní výnosová křivka, tedy měl jste často větší výnos do splatnosti u krátkodobých instrumentů než u dluhopisů. Nyní již se to změnilo. A dluhopisy pořád nabízejí výnosy do splatnosti kolem 3,7 procenta. U českých desetiletých dluhopisů je máte až ke čtyřem procentům. Navíc se výnosy pořád poměrně dost hýbou, a tak vznikají zajímavé příležitosti.

**Asi před dvěma lety byla klíčová otázka, které splatnosti volit, na které sážete dnes?**

Rešilo se, na kterých splatnostech dosáhnout nejvyššího výnosu. Kvůli vysokým sazbám jsme měli onu inverzní – nestandardní výnosovou křivku a šlo o hlavolam, jak se bude měnit a jak bude nakonec vypadat. Správný odhad znamenal vyšší výnos. My se dnes držíme u českých dluhopisů na splatnostech mezi třemi a šesti či čtyřmi a sedmi lety, tedy někde ve středu. Oproti kratším dluhopisům preferujeme pořád nástroje peněžního trhu. U dluhopisů nad deset let vidíme riziko ze strany relativně vysoké nabídky. Ministerstvo financí zde umísťuje stále více emisí a nabídka je zde poměrně silná.

**Jak se díváte na myšlenku, že by vzhledem k relativnímu ocenění mohly v následujících deseti letech dluhopisové trhy porážet akciové?**

Ačkoliv jsem ohledně dluhopisů poměrně optimistický, tak si nemyslím, že by k něčemu takovému došlo. Nicméně řekl bych, že rozdíl ve výkonnosti akcií vůči dluhopisům bude nižší, než jsme byli třeba posledních patnáct let zvyklí. Jednak právě kvůli relativně drahým akciím a jednak kvůli současným výnosům a procesu poklesu úrokových sazeb, což cenám dluhopisů bude prospívat. Je to i jeden z argumentů, proč si myslím, že jsou dnes dluhopisy možná ještě atraktivnější než necelé dva roky zpátky.

sedmička vede, ale je velmi drahá a zbývající firmy nakupujete se solidní slevou. Proto bych si vsadil na rovnoměrně vážený index S&P 500 nebo klidně na Russell 2000 a menší společnosti obecně.

**A proč by se jim mělo dařit kromě myšlenky, že jsou levnější oproti obrům?**

Menší společnosti profitují ze snižování sazeb nejvíce a jsou na jejich výši nejcitlivější. Historicky víme, že menší společnosti mají lepší výkonnost než trh jako celek. Víme, že se jim nedaří, když sazby rostou a jsou vysoké, ale naopak se jim daří v procesu jejich snižování.