

KOREKCE AKCIÍ TECHNOLOGICKÝCH FIREM JEŠTĚ NENÍ NA KONCI



Technologické firmy dozrávají do dospělosti. Tržby internetových gigantů jako Amazon, Apple nebo mateřských společností Googlu či Facebooku už neporostou tak rychle jako dosud. To stahuje celý akciový trh.

Koupil jste si někdy nějaké kryptoměny?

Ne, my v této oblasti nejedeme. Vždycky mi připadala jako bizár a dost mě překvapilo, jak moc narostla a dostala punc serióznosti. Také je pro mě překvapením, že se to už dávno nezhroutilo.

Proč?

Protože v kryptoměnách vidím jedinou užitečnou hodnotu – mohou fungovat jako prostředek pro anonymní převod hodnot, který využívá zejména organizovaný zločin. Jinak jsou postavené na spekulaci, která byla do jisté míry hnaná kvantitativním uvolňováním a tištěním peněz. Kryptoměny jsou v podstatě Ponziho schéma (typ investičního podvodu – pozn. red.), které závisí na tom, že někdo další koupí draž než předchozí investor. Není za nimi žádná fundamentální hodnota, která by vyplývala z jejich užité hodnoty, jako v případě komodit nebo předpokládaných budoucích cashflow u akcií a dluhopisů. Jsou anonymní, dobře. Ale státy se snaží anonymnímu převodu peněz 30 let bránit a regulovat ho, aby bránily ilegálnímu obchodu, a teď najednou přijdou kryptoměny. Proto mě také překvapuje, že zatím nedošlo k významné regulaci odvětví.

Myslíte si, že k ní teď dojde?

Myslím si, že buďto kryptoměny zaniknou, protože přestanou kohokoli zajímat, nebo se budou regulovat. Vybudovala se kolem nich poměrně rozsáhlá infrastruktura a hodnota

této infrastruktury a všech start-upů, které ji obsluhují, byla vlastně ve finále ještě větší než celá tržní kapitalizace kryptotrhu. Pro mě je to celé bizarní.

Letos se nedaří ani velkým americkým technologickým firmám jako Alphabet, Amazon, Apple nebo Meta. Propouštějí a jejich akcie rychle klesají, což s nimi stahuje i celý akciový trh. Čím to je?

Na rozdíl od krypta akcie těchto společností drží hlavně institucionální investoři, kteří neodhadují jejich budoucí vývoj ze sedliny od kávy, ale dělají si analýzy a na jejich základě se pak rozhodují, jak s nimi obchodovat. Obvykle si vypočítají jejich vnitřní hodnotu, a pokud je vyšší než cena akcií na trhu, pak kupují, a naopak. Tento výpočet vzniká tak, že se odhadované budoucí cashflow diskontuje sazbou, která vychází z bezrizikové sazby plus určité rizikové marže. Zisky technologických firem, a tudíž i jimi generované volné peněžní toky, se v posledních letech zvyšovaly rychlým tempem a pandemie koronaviru ho ještě akcelerovala. Analytici si v euforii toto tempo protáhli do budoucna způsobem, že když zisk teď roste například o 25 %, v příštím roce poroste o 25 % ze 125 % a tak dále. Když tento výhled diskontujete nízkou sazbou, protože úrokové sazby byly kolem nuly, a nízkou rizikovou premií, dojdete ke strašně vysoké ceně akcií. Ale teď se najednou odhad budoucích zisků technologických firem zploštil. Už nebude například těch 25 %, ale třeba jen pět nebo nedejbože přijde pokles, a k tomu se díky rostoucím úrokovým sazbám zvýšily míry, kterými budoucí peněžní toky diskontujete. Najednou se akcie technologických firem zdají extrémně drahé, a proto jdou ceny rychle dolů.

Proč došlo tak náhle ke snížení odhadovaného tempa růstu zisků technologických firem? Bylo to jen kvůli zpomalení ekonomiky?

Kromě očekávaného zpomalení ekonomiky a korekce nerealistických očekávání vyvolaných růstem online byznysu za doby covidu dochází k dozrávání technologického sektoru. Zatímco akcie tradičních firem, jako jsou třeba Coca-Cola nebo Procter & Gamble, se prodávají za deseti až patnáctinásobek zisku na akcii, akcie velkých technologických firem Amazon, Alphabet a podobně se prodávaly i za 60násobek zisku na akcii. U tradičních firem tržby a zisky rostou přibližně stejně, jak roste hrubý domácí produkt, a už se nedají očekávat dramatické změny. Ale u velkých technologických společností to šlo mnohem rychleji, protože se měnilo spotřební chování zákazníků, například právě velkým příklonem k online byznysu. Pokles tempa růstu v letošním roce naznačuje, že tento trend se pomalu vyčerpává, takže například Amazon už asi nebude brát kamenným obchodům takový podíl prodeje, jelikož už získal velkou část trhu. Proto už nemůže růst o desítky procent ročně. Jinými slovy, technologické firmy se svou dynamikou dostávají na stabilnější úroveň, běžnou u tradičních, například průmyslových firem. Tomu se musí přizpůsobit i ceny jejich akcií.

Jaký dopad má na propad akcií vysoká inflace?

Růst inflace donutil centrální banky ukončit politiku kvantitativního uvolňování, tedy zvyšování objemu peněz, zvyšovaly pak úrokové sazby. Americký Fed dokonce přistoupil ke kvantitativnímu utahování, což je příčné snižování objemu peněz. Vyšší úrokové sazby znamenají vyšší úrokové náklady pro firmy, ukrajují jim ze zisků. A vyšší bezrizikové výnosy znamenají zmíněný růst diskontních sazeb při valuaci akcií a přesměrování peněz z akciových trhů na dluhopisové. Snižování objemu peněz znamená nižší příliv peněz na kapitálové trhy, respektive jejich odliv. U akcií BigTech firem je ještě výraznější, protože jsou více zastoupené v akciových indexech a pasivních fondech, zejména ETF, které nic neanalyzují, ale v případě

odlivu prodají akcie v poměru, v jakém jsou zastoupeny v indexu.

Už se dostaly akcie amerických technologických obrů na dno a má smysl je zase nakupovat?

Já si myslím, že korekce ještě není na konci. Valuace těchto firem jsou stále dost vysoko v porovnání s ostatními sektory a regiony. Obecně si myslím, že zatím není správný čas investovat do rizikových aktiv.

V razantním propadu akcií technologických firem, a tím i velkém propadu akciových trhů v letošním roce, mají tedy podle vás prsty hlavně příliš optimističtí analytici?

Ano, ale nejen oni, i všichni komentátoři a ti, kteří je poslouchají. Na druhou stranu, vývoj jim dával pár let za pravdu a ti, kteří byli opatrní, jako například já, vypadali směšně. Takže spíš bych řekl, že chvilku má pravdu ta strana a chvilku zase opačná. My jsme považovali americké akcie za předražené už před covidem a přišli jsme kvůli tomu o nějaké peníze, protože jsme měli v našich portfoliích méně amerických akcií a více asijských. Kvůli tomu výkonnost našich portfolií zaostávala za velkým růstem akciových trhů. Věděli jsme, proč to děláme, ale dost jsme trpěli. Vyplatilo se nám to až letos.

Když americké akcie během pandemie rychle rostly, proč jste tuto strategii nezměnili?

Protože nikdy nevíte, kdy to skončí, a nikdo nechce přijít na party jako poslední a zaplatit útratu. Naší filozofií je, že kupujeme to, co nikdo nechce, protože to je levné a protože to budou všichni zítra chtít. A naopak prodáváme to, co všichni chtějí, jelikož je to drahé a zítra to spadne. Jiní investoři zase mají strategii založenou na tom, že naskočí na trend a vezou se s ním. Někdy je lepší jedna strategie, někdy zase jiná. Dopředu to ale nikdy nevíte. Takže nejhorší je přeskakovat od čerta k ďáblu.

Jan Vedral

Zakladatel společnosti
Conseq Investment Management

(týdeník Ekonom, 1. 12. 2022)

Celý rozhovor si můžete přečíst [zde](#).

OSLABENÁ STŘEDNÍ EVROPA

Středoevropské akcie v posledních letech většinou citelně zaslaly za jinými regiony, i když se dařilo českému trhu. Výhled do budoucna zůstává nejistý. Na region je k dispozici několik fondů a jedno ETF.

Aktiový region střední a východní Evropy (CEE) patří v našich končinách z pochopitelných důvodů k těm dobře známým, přestože jde o maličký dílek světové tržní kapitalizace. V posledním ročním období ho navíc negativně poznamenala válečná invaze Ruska na Ukrajině, kvůli níž hlavní akciové indexy CEE po dřívějším slibném zhodnocení z koronakrizového propadu skončily na 5leté periodě v jasném záporu. Akciové fondy orientované převážně na východní Evropu, kde ještě donedávna dominoval ruský trh, vesměs pozastavily obchodování s podílovými listy a jejich investoři utrpěli kruté ztráty. Zmíněnému administrativnímu zásahu se však vyhnuly víceméně středoevropské akciové fondy, které východní Evropu pokrývaly vždy velmi okrajově a před válečným konfliktem téměř neinvestovaly v Rusku, ačkoliv značně oslabily také. **V následujícím textu se zaměříme právě na dostupné středoevropské akciové fondy** popř. ETF, mezi nimiž existují i přes úzké regionální vymezení určité rozdíly ve složení portfolia. Předtím ale porovnáme výkonnosti středoevropských akciových indexů v kontextu významnějších regionů.

Tabulka 2: Výkonnost a volatilita vybraných fondů v CZK

fond (data k 30.11.2022)	1Y	3Y	5Y	3Y p.a.	v3Y p.a.
Conseq Invest Akcie Nové Evropy (CZK)	-14,4 %	3,7 %	5,8 %	1,2 %	23,1 %
Uniqa CEE Akciový fond (CZK)	-13,5 %	-1,1 %	-2,1 %	-0,4 %	19,0 %
Erste Sportrend (CZK)	-14,4 %	-1,3 %	-1,9 %	-0,4 %	22,2 %
NN (L) International Central European Equity (CZK)	-15,7 %	-5,5 %	-4,4 %	-1,9 %	19,6 %
Generali Fond východoevropských akcií (CZK-H)	-13,3 %	-8,3 %	-8,3 %	-2,8 %	28,0 %
Amundi CR Akciový – Střední a východní Evropa (CZK)	-21,1 %	-16,8 %	-18,4 %	-5,9 %	22,6 %
ČSOB Akciový střední a východní Evropa (CZK)	-27,2 %	-24,8 %	-30,8 %	-9,1 %	27,1 %

■ Poznámky: 1Y, 3Y a 5Y značí výkonnost na periodách 1 rok, 3 roky a 5 let ke konečnému datu uvedenému v záhlaví tabulky. 3Y p.a. a v3Y p.a. je anualizovaná výkonnost, resp. anualizovaná volatilita na příslušné 3leté periodě.

Dva středoevropské indexy

Výhradní expozici na střední Evropu nabízejí akciové indexy MSCI Emerging Markets Eastern Europe ex Russia a Wiener Börse CECE, jejichž složení podle zemí a sektorů ukazuje tabulka 1 (naleznete níže v příloženém odkazu). Oba obsahují pouze tituly obchodované na burzách ve Varšavě, Praze a Budapešti, přičemž index MSCI masivně preferuje polský trh na úkor českého, zatímco index Wiener Börse sleduje poněkud vyváženější geografický profil. Středoevropské akciové fondy ovšem často používají vlastní benchmarky s odchylnými vahami národních trhů od uvedených indexů. Bližší podobnost vykazují středoevropské akciové indexy v sektorové alokaci podle tabulky 1 (naleznete níže v příloženém odkazu). Oproti globálním akciovým indexům poskytují výraznější zastoupení zejména financím a dále energiím

či utilitám. Naopak podstatně menší než obvyklý prostor zanechávají informačním technologiím, zdravotnictvím a cyklickému spotřebnímu zboží.

Podílové fondy

Ze středoevropských akciových fondů sledují nadstandardní váhu českých titulů a současně ignorují ty východoevropské z Turecka (a samozřejmě Ruska) Uniqa CEE Akciový fond, NN (L) International Central European Equity, **Conseq Invest Akcie Nové Evropy** a Erste Sportrend. Všechny čtyři jsou dostupné v koruně. **Fond Conseq** používá benchmark zahrnující indexy WIG 30 (40 %), PX (25 %), BUX (15 %) a SETX EUR (hlavně Rumunsko, Slovinsko a Chorvatsko: 20 %). Aktuálně vyhrazuje největší prostor titulům z Polska (37 %) a dále Česka (28 %), Maďarska (11 %), Rumunska (11 %) či Slovinska (8 %). Ze sektorů protežuje finance (50 %) a solidně zohledňuje též spotřební zboží a služby (11 %), energie (11 %) nebo průmysl (9 %).

Porovnání výkonnosti

Graf a tabulka 2 srovnávají koronovou výkonnost či volatilitu představených fondů za posledních 5 let nebo kratší období. **Výkonnostně mezi nimi exceloval Conseq Invest Akcie Nové Evropy, který jako jediný dosáhl mírně kladného skóre na 5leté i 3leté periodě.** Nedaleko za ním skončila trojice dalších fondů. Jde vesměs o fondy s rozhodující expozicí na střední Evropu i před vypuknutím rusko-ukrajinské války a s významným pokrytím nadvýkonných trhů ČR, Rumunska či Slovinska. Jiné fondy vykazovaly naopak drsné poklesy.

(časopis FOND SHOP, 13. 12. 2022)

JAK NA VÍTĚZNÉ PORTFOLIO V ROCE 2023?

„Akciový trh je v medvědí trendu a investory by nemělo překvapit, pokud by hlavní indexy ještě klesly o 10 nebo 15 %. Inflace sice zřejmě již dosáhla vrcholu, bude ale klesat jen pomalu. S tím budou souviset i nadále vysoké sazby centrálních bank, které jsou pro akciový trh podstatnou brzdou,“ uvedl v rámci debaty z cyklu ABCD investora Jan Macek ze společnosti Conseq Investment Management.

„Ceny akcií i dluhopisů v uplynulém roce výrazně klesly. **Kdybych si měl vybrat aktivum pro krátkodobou spekulaci na růst, akcie by to nebyly, s investičním horizontem 10 let bych se je ale nebál již nakupovat.** Příležitost je i na dluhopisovém trhu, investoři ale musejí mít na paměti duraci.“

„My jsme specifičtí v tom, že jsme lokální hráči, takže se orientujeme na lokální zákazníky a lokální investiční trh a logicky nás zajímá i investiční region střední Evropy a Česka. **Peněžní trh je zajímavý, taktéž produkty navázané na repo sazbu.**“

Jan Macek

Investiční specialista
Conseq Investment Management

(investicniweb.cz, 12. 12. 2022)

Celý rozhovor si poslechněte zde.

Graf 2: Středoevropské akciové fondy v CZK

