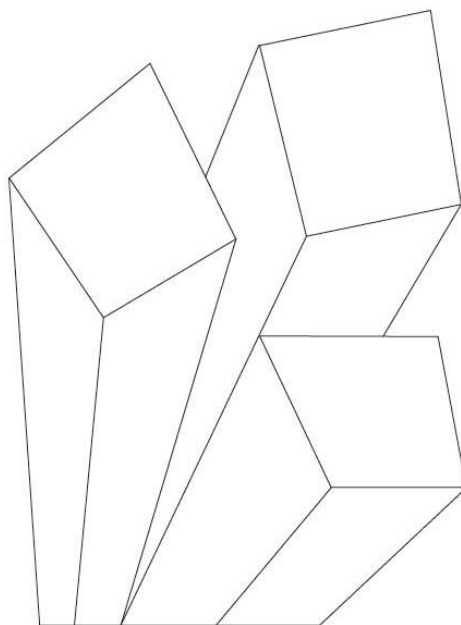


CMA aneb jak přemýšlíme o budoucích výnosech

Téma čtvrtletí

Q4 2025



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

EMUN

CMA aneb jak přemýšlíme o budoucích výnosech

Při systematickém top-down přístupu se investoři při konstrukci dlouhodobé investiční strategie rozhodují, z jakých tříd aktiv sestaví své portfolio a v jakém procentuálním poměru budou jednotlivé třídy aktiv zastoupeny. Zohledňují přitom zejména výnos, volatilitu, historickou/očekávanou korelaci mezi jednotlivými třídami aktiv a reakci jednotlivých tříd aktiv na různé makroekonomické režimy. Profesionální investoři při konstrukcích optimálních dlouhodobých strategií využívají tzv. Capital Markets Assumptions („CMA“), které jim pomáhají odpovědět na otázku, jaké výnosy a rizika lze v horizontu několika nejbližších let realisticky očekávat. Podobně postupujeme i ve společnosti Emun, kde považujeme CMA za jeden ze základních stavebních kamenů našeho investičního procesu. Proto jsme se našim klientům rozhodli vysvětlit, jak CMA tvoříme, proč je sestavujeme a jak je používáme.

Co jsou CMA

CMA jsou **dlouhodobé odhady očekávaných výnosů, volatility a vzájemných vztahů mezi jednotlivými třídami aktiv**. Typicky se vztahují k horizontu pěti až deseti let. Nejde tedy o krátkodobé prognózy ani o snahu předvídat, co se stane na trzích v příštích měsících, ale o konzervativní odhad výnosů a rizika, které lze u jednotlivých tříd aktiv realisticky očekávat v následujících letech.

CMA vycházejí z jednoduché, ale důležité myšlenky. **Dlouhodobé výnosy nejsou náhodné, ale souvisejí s ekonomickými fundamenty** – s růstem ekonomiky, inflací, úrovní úrokových sazeb a s tím, jak drahá či levná jsou aktiva v okamžiku investice (tzv. valuační).

Proč se sestavují

Finanční trhy jsou cyklické. Období optimismu se běžně střídají s krizemi, recesemi a zvýšenou nervozitou investorů. Díky tomu jsou trhy vysoce volatilní. Krátkodobé pohyby jsou často ovlivněny emocemi, titulkami v médiích, likviditou, geopolitikou a jinými neočekávanými událostmi. Tyto faktory jsou obtížně předvídatelné a často vedou k iracionálním reakcím investorů.

CMA pomáhají tento šum potlačit a soustředit se na **dlouhodobé strategické investiční rozhodování**, které se opírá o dlouhodobé fundamentální vztahy. Pomáhají investorům přemýšlet v horizontu let/desetiletí a nikoliv měsíců/čtvrtletí. **Redukují tak možnost behaviorálních chyb**. Slouží jako protíváha extrapolace minulosti. V dobách silných tržních růstů pomáhají krotit přehnaný optimismus, zatímco po krizích brání investorům v přílišném pesimismu a opouštění rizikových aktiv v nevhodný okamžik (neboli nákup investic v době euforie a prodej v období paniky).

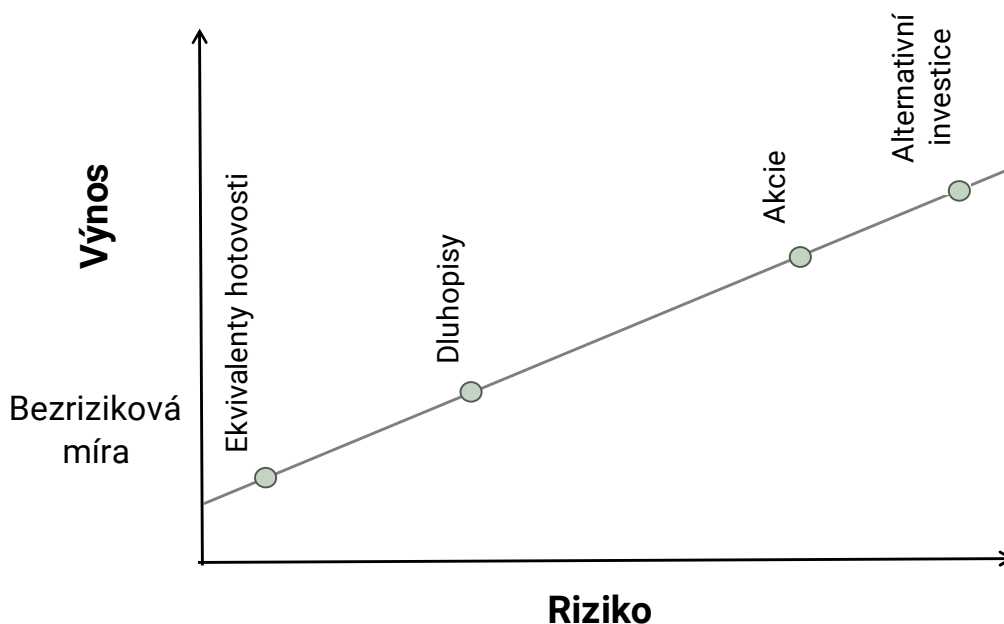
Ve společnosti Emun nám **CMA umožňují řídit očekávání klientů, strukturovat investiční proces a udržovat disciplínu v obdobích tržních extrémů**. Poskytují racionální základ pro vysvětlení, proč má portfolio určitou strukturu, jaké výnosy lze realisticky očekávat a proč se liší od výnosů historických. **CMA jsou základem pro nastavení dlouhodobé struktury portfolio. Jsou klíčovým vstupem pro tzv. strategickou alokaci aktiv, tedy pro rozhodnutí, jaký podíl portfolio má být dlouhodobě investován do akcií, dluhopisů, nemovitostí nebo dalších tříd aktiv.**

Jak sestavujeme CMA

CMA aktualizujeme ve společnosti Emun na čtvrtletní bázi. Každá třída aktiv má svůj vlastní fundamentální model, jehož výsledkem jsou očekávané výnosy v následujících pěti letech. Odhady sestavujeme pro regiony USA, eurozónu a Českou republiku.

Na začátku tvorby CMA vycházíme z odhadů inflace, která ovlivňuje **nastavení bezrizikových úrokových sazeb** centrálních bank a propisuje se do výnosů všech tříd aktiv. Čím vyšší jsou bezrizikové sazby, tím vyšší výnosy následně investoři požadují i v jiných (rizikovějších) třídách aktiv. Pokud by se totiž například požadovaný výnos akcií rovnal bezrizikové úrokové míře, tak by bylo zcela iracionální podstupovat vyšší riziko, pokud za něj nebudeme dostatečně odměněni vyšším výnosem.

Graf 1: Výnos/riziko aktiv – čím vyšší riziko podstupujeme, tím vyšší bychom měli požadovat výnos

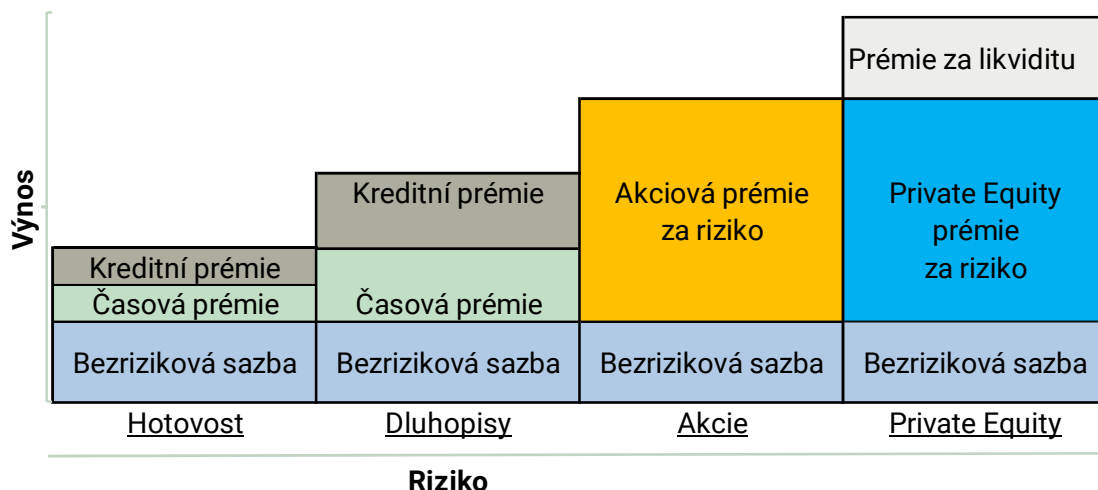


Zdroj: Emun

Výnos každé třídy aktiv se proto skládá z bezrizikové sazby a prémie za riziko, jejíž výše je dána rizikovostí dané třídy aktiv. Například korporátní dluhopisy mají proto vyšší výnosy než státní dluhopisy, protože je zde vyšší pravděpodobnost bankrotu firmy než státu. Akcie mají vyšší rizikovou prémii než dluhopisy, při investicích do private equity požadují investoři vyšší výnos než v případě akcií, a tak dále.

Požadované **rizikové prémie se u jednotlivých aktiv v čase dynamicky mění**. Zároveň se vzájemně ovlivňují. Pokud investoři požadují nižší prémii za podstupované riziko v případě firemních spekulativních dluhopisů, tak typicky snižují i své požadavky na prémii u akcií, a tak dále. **Dlouhodobě však zůstávají poměry rizikových premií mezi jednotlivými třídami aktiv úzce svázané a v rovnováze**. Dočasně se však mohou vychýlit, a to i výrazně. Stejně tak i nominální absolutní očekávané výnosy jednotlivých tříd aktiv. V takovém případě nadvažujeme či podvažujeme jednotlivé třídy aktiv ve dlouhodobé strategické alokaci aktiv. S ohledem na skutečnost, že k těmto zásadním změnám dochází vcelku výjimečně, tak je naše strategická alokace po většinu času stabilní a v portfoliích klientů pouze disciplinovaně rebalancujeme (tzn. prodáváme aktiva, která vzrostla, nakupujeme aktiva, která klesla a udržujeme tak dlouhodobý neutrální cíl strategické alokace).

Graf 2: Princip bezrizikové sazby a prémie za riziko



Zdroj: Emun

Na základě našich inflačních očekávání sestavíme odhad výnosů na peněžních trzích. Pracujeme s předpokladem, že centrální banky budou schopny udržovat 2 % inflační cíl. Tzv. neutrální úrokové sazby by měly být o něco výše, než je inflace (předpokládáme o 0,5 %).

V případě dluhopisů je situace o poznání snazší, protože známe **výnosy do splatnosti pětiletých dluhopisů** napříč většinou regionů. K výnosům státních dluhopisů **přičítáme odhadované rizikové prémie a výsledný výnos ponížíme o očekávané bankroty**. Při výpočtech očekávaných výnosů private credit počítáme rizikovou přírážku z výnosů bankovních úvěrů a vše ponížíme o očekávané bankroty v oblasti private credit.

U akcií jsou pro nás klíčové regiony USA a Evropa. Odhadujeme výnosy indexů S&P 500 a MSCI Europe. Zde platí jednoduchá rovnice, kdy je **očekávaný výnos akcie součtem aktuálního dividendového výnosu, očekávaného pětiletého růstu zisků a změny valuací**. Akciový index je pouze koš několika akcií, proto pro něj platí výše uvedené obdobně. Dividendový výnos indexu je ke dni sestavování CMA známý. Následně použijeme odhady výnosů na nejbližších 5 let. V rámci změn valuací nevycházíme z historických průměrů, a to z důvodu dynamicky se měnícího složení akciových indexů. Čím dál více jsou v indexu zastoupeny akcie kvalitních firem s vysokou rentabilitou kapitálu. Takové společnosti si zaslouží vyšší valuace, a proto i index samotný si zaslouží vyšší valuace, než měl v minulosti, kdy například tvořily většinu indexu banky či průmyslové firmy. Posuzujeme proto dlouhodobou rentabilitu vlastního jmění firem v indexu a na jejím základě určíme „férové“ valuace (na základě ukazatelů P/E – cena akcie k zisku na akcii a P/B – cena akcie k účetní hodnotě na akcii). Následně předpokládáme, že **aktuální valuace klesnou/vzrostou za pět let k těmto férovým valuacím**. Výzkumy ukazují, že i když jsou valuace slabým prediktorem krátkodobých výnosů, v horizontu 7–10 let mají výraznou vypovídací sílu. CMA by proto měly explicitně reflektovat výchozí úroveň ocenění aktiv a nikoliv pouze mechanicky vycházet z historických průměrů.

V případě **private equity** se opět zaměřujeme výhradně na USA a Evropu. Naše **odhady dlouhodobé rizikové prémie vychází z odhadů rizikové prémie u akcií**. Zjistíme, jaká je aktuální riziková přírážka akciových trhů vůči státním dluhopisům. Následně ji srovnáme s dlouhodobým průměrem. Tento diskont/prémii vůči dlouhodobému průměru použijeme i na dlouhodobý průměr rizikové prémie private equity vůči akciím. Následně předpokládáme, že se vývoj na akciových/finančních trzích propíše na trh private equity se zpožděním 3-6 měsíců. Tento zjednodušený přístup vychází z myšlenky, že rizikové prémie nejsou izolované, ale napříč jednotlivými třídami aktiv se ovlivňují. Je-li přírážka v jedné třídě

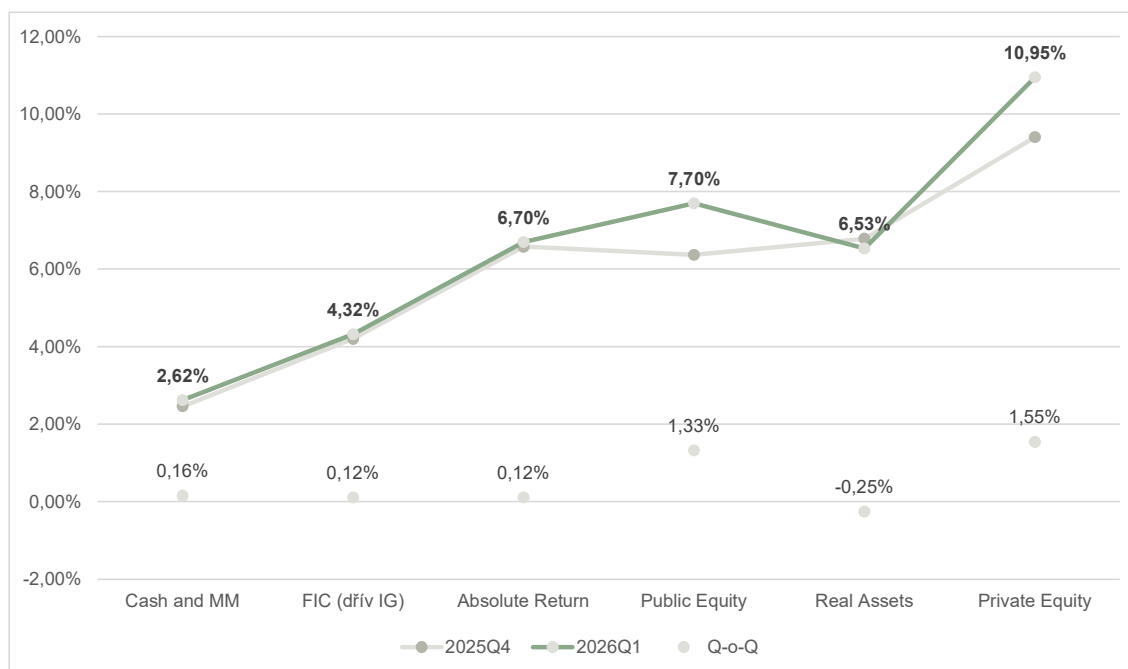
aktiv příliš nízká a v nejbližší rizikovější třídě aktiv je výrazně vyšší, tak se kapitál začne přesouvat směrem k rizikovější třídě aktiv. Příliv kapitálu pak postupně sníží velikost rizikové prémie.

V oblasti **reálných aktiv stanovíme očekávaný výnos nemovitostí na základě Cap rate (čistý provozní příjem nemovitosti/aktuální tržní cena), od kterého odečteme odhadované kapitálové náklady. Následně zohledníme velikost finanční páky (dluhu) a její vývoj v posledních měsících na trhu nemovitostí. V neposlední řadě upravíme o náklady cizího kapitálu a o růst.**

Jak pracujeme s výsledky

Výsledky CMA jsou základním vstupem pro strategickou alokaci aktiv. Na jejich základě se každé čtvrtletí rozhodujeme, zda je třeba klientům společnosti Emun změnit jejich dlouhodobé alokace či nikoliv. Zároveň jsou očekávané výnosy jednotlivých tříd aktiv použity do modelu pro návrh strategií nových klientů (či úpravy stávajících). Poskytují racionální základ pro vysvětlení, proč má portfolio určitou strukturu, jaké výnosy lze realisticky očekávat a proč se liší od výnosů historických.

Capital Markets Assumptions 1Q/2026



Zdroj: Emun

Spolu s tvorbou CMA provádíme pravidelně i tzv. **taktickou alokaci aktiv („TAA“)**. V rámci ní definujeme **nejatraktivnější/nejméně zajímavé investiční oblasti v každé třídě aktiv pro nejbližších 3-6 měsíců**. Jsou atraktivnější akcie v Evropě nebo USA? Zaměříme se na technologické akcie v indexu NASDAQ nebo je vhodnější volit defenzivní sektory? Poskytují korporátní bondy na trzích dluhopisů dostatečně atraktivní rizikové prémie nebo je lepší investovat do bezpečnějších státních dluhopisů? To jsou jen některé příklady, jak vypadá rozhodování v rámci taktické alokace. **Cílem TAA je identifikovat potenciální zdroj nadvýnosu pro klienty v rámci každé třídy aktiv.** Tedy dosáhnout díky aktivním rozhodnutím portfolio manažerů vyššího výnosu než by generovala investice do pasivního indexu kopírujícího danou třídu aktiv.

Jak by CMA neměly být vnímány

Stejně tak jako je důležité pochopit, proč a jak ve společnosti Emun sestavujeme CMA, tak bychom si měli vysvětlit, čím CMA **nejsou**.

Jedním z nejčastějších omylů je vnímání CMA jako **předpovědi budoucí výkonnosti v krátkém horizontu**. I velmi dobře odhadnutá dlouhodobá očekávání mohou být po několik let „špatně“ ve smyslu realizovaných výnosů. CMA nejsou nástrojem pro taktické rozhodování ani pro odhad vývoje trhů v příštích měsících. Nejsou **krátkodobou předpovědí vývoje trhů a nejsou nástrojem pro načasování nákupů a prodejů**. Ani nejlepší investiční očekávání nedokážou předpovědět, co se stane v nejbližších měsících nebo jak se budou trhy vyvíjet příští/přes příští rok. Jejich smyslem je nastavení dlouhodobého rámce, nikoliv reakce na aktuální novinové titulky.

Stejně tak CMA nejsou **garancí výnosu**. Jsou analytickým odhadem založeným na datech, nikoliv slibem. Skutečné výnosy se od nich mohou lišit (a téměř vždy budou), zejména v kratších obdobích. Jedná se o konzervativní odhad budoucích výnosů založený na fundamentálních modelech, který vychází z aktuální situace na finančních trzích a v ekonomice, pokud by se nezměnila. Jenže ona se změní. Covid, splasknutí spekulativních bublin, invaze na Ukrajinu, inflační šoky. Kdo je dokázal předpovědět? A pokud ano, dokázal určit, jak na ně zareagují finanční trhy a ekonomika? A dokázali jsme v předstihu vybrat optimální investice? Asi těžko. Budoucnost je neznámá. Proto se **i ty nejs sofistikovnější odhady očekávaných výnosů budou lišit od reálných výnosů**. To však neznamená, že je nemá smysl tvořit. **Cílem není být přesný na desetinu procentního bodu**. Jejich hlavní hodnota spočívá v disciplíně, kterou vnáší do investičního rozhodování. Pomáhají udržet dlouhodobý směr i v obdobích, kdy jsou trhy rozkolísané a investoři podléhají emocím. Ve společnosti Emun je proto vnímáme spíše jako kompas, nikoliv jako mapu s přesně vyznačenou trasou. Kompas, který nám ukazuje, kam dlouhodobě směřujeme.

Závěr

Investování není o přesném předvídání budoucnosti, ale o rozumné přípravě na nejistotu, která je s ní spojena. CMA představují způsob, jak tuto přípravu uchopit systematicky a s pokorou k našim „schopnostem věštit“ dění na finančních trzích v následujících měsících/letech. Vycházejí z ekonomických fundamentů, respektují cykličnost trhů a pomáhají investorům činit konzistentní a racionální dlouhodobá rozhodnutí. Jejich největší přínos spočívá nikoliv v přesnosti jednotlivých čísel, ale v disciplíně, kterou vnáší do investičního procesu. CMA nám v investování neurčují přesnou cestu ani tempo, ale pomáhají nám udržet směr v prostředí, kde je nejistota trvalým stavem, nikoliv výjimkou.

V Emun používáme CMA jako jeden ze základních nástrojů při tvorbě a správě portfolií. Jsou mimo jiné jedním z klíčových pilířů, který by měl našim klientům poskytnout jistotu, že jejich investiční strategie není založena na aktuálním názoru nebo pocitu, ale na strukturovaném a dlouhodobém pohledu na trhy.