

8-1-1

Vážení akcionáři,

ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013 vzrostlo NAV fondu o 10,05 %. Výnos Vltava Fund SICAV tak za celý rok 2013 dosáhl 21,26 %.

Pohled dozadu

Máme za sebou prvních deset kalendářních let a tak si udělejme malou rekapitulaci. Naše skóre z první dekády je 8-1-1. Osmkrát kladný výsledek (včetně neopakovatelného roku 2009), jednou záporný rok v mezích normálu (2011) a jeden rok otrěsný (2008). Rokům 2008 a 2009 říkáme „Roky Halleyovy komety“, protože jsme přesvědčeni, že ani tak špatný, ani tak dobrý rok už nezažijeme.

Naše investiční strategie není dnes stejná jako před deseti lety. Postupně se vyvíjí, věříme, že k lepšímu, a sami jsme zvědaví, jak se bude vyvíjet dál. Naše největší chyba v prvních letech fondu, která se nám vymstila v roce 2008, byla ta, že jsme se snažili být příliš chytří a zbytečně jsme věci komplikovali. Snažili jsme se vydělávat možná příliš mnoho a příliš rychle za pomoci příliš velké kombinace dlouhých a krátkých pozic. Postupně jsme zjistili, že je to zbytečné.

Zpočátku jsme na tom byli podobně, jako hrabě Sandwich, vynalézající v povídce Woodyho Allena sandwich. Jeho prvotina – plátek chleba, na něm plátek chleba a na něm plátek krocana, byl propadák. Neuspěl ani napodruhé – dva plátky krocana a na nich plátek chleba. Ani další dva pokusy – tři plátky krocana a tři plátky chleba, se nesetkaly s úspěchem. Zdrčen svými neúspěchy si hrabě Sandwich do svého deníku napsal: „Zjednodušuj, zjednodušuj!“.

To samé jsme si do svého deníku napsali i my.

Od počátku roku 2009 je naše investiční strategie mnohem jednodušší. A paradoxně to není na úkor výnosů. NAV fondu vzrostlo mezi lety 2009 a 2013 téměř čtyřnásobně. To nás řadí v pomyslném celosvětovém žebříčku hodně vysoko, možná dokonce úplně nejvýš, protože se nám zatím nepodařilo najít fond, který by měl v uvedeném období vyšší výnos. Ať je to tak nebo tak, ukazuje se, že naše portfolio se v pohodě obejde i bez dávky steroidů, kterou jsme ho kdysi zásobili.

To, že lze nejen dělat věci jednoduše, ale že je to i lepší, bylo naše největší „prozření“. Kdybychom před deseti lety věděli to, co víme dnes, mohli jsme se vyhnout velkému propadu v roce 2008. Bohužel, takto to nefunguje. Všechno má svůj vývoj, i poznání. Dnes si třeba myslíme, že jsme mnohem lepší investoři než před deseti lety, ale je docela možné, že za dalších deset let se budeme na naše dnešní postoje dívat kriticky a budeme si zpětně vytýkat dnešní chyby.

To je právě na investování to nejpřitažlivější. Že člověk se může neustále vyvíjet a zlepšovat. Každá chyba může sloužit jako zdroj poznání a může nás posunout dál vpřed. Dokonce si myslím, že kdyby naše zkušenost z roku 2008 nebyla tak špatná a intenzivní, pak bychom možná zakrněli a dnes bychom na tom byli hůře. Kdo ví, jak to všechno funguje...

Ale dost už meditací o minulosti a podívejme se raději do budoucnosti...

Pohled dopředu

Jediné, co můžeme s rozumnou mírou pravděpodobnosti říci o budoucnosti, je, že tak jako vždy, přinese spoustu věcí, které nikdo nečeká. Jakým směrem se však bude vyvíjet světová ekonomika a finanční trhy, o tom nemáme nejmenší ponětí. Tím ale nejsme nijak handicapováni. Zatím jsme neslyšeli, že by existoval někdo, kdo budoucí vývoj s dostatečnou pravděpodobností umí předpovídat, a proto nás naše neschopnost v tomto směru nijak netrápí. **Naopak, to, že si uvědomujeme neschopnost (a nemožnost) spolehlivě předpovídat makro vývoj, pohyby trhů, či dokonce nálady investorů, je základním výchozím bodem naší investiční strategie.**

Naší snahou je soustředit se na jednotlivé konkrétní společnosti, na posouzení jejich konkurenčních výhod a především jejich udržitelnosti, na jejich finanční sílu a na činnost managementu v otázce tvorby akcionářské hodnoty. V těchto úvahách nehrají makroekonomické okolnosti zpravidla žádnou roli. A místo na předpovídání pohybů cen akcií klademe důraz na levnost investice. Ta nás nejlépe ochrání před rizikem trvalé ztráty kapitálu.

Budoucnost byla, je a bude vždy nejistá. To není nic nového. Ostatně, jeden z mých dřívějších dopisů akcionářům nesl název „O krásách nejistoty“. Nejistota je pro investora dobrá věc. Čím větší nejistota, tím lepší investiční příležitosti. Dnes si možná investoři uvědomují nejistotu více než dříve, ale nejistota sama se moc nemění.

Náš budoucí výnos si můžete představit jako součin budoucího vývoje a našeho portfolia. Zatímco o budoucím vývoji toho můžeme říci málo (natož abychom ho mohli kontrolovat), plnou kontrolu máme nad složením našeho portfolia. A tam se proto obrací veškeré naše úsilí. Snažíme se investovat tak, aby naše výsledky byly dobré za téměř jakéhokoli budoucího scénáře vývoje.

Dlouhodobá hrozba

Jak jsme již kdysi napsali, největším nepřítelem (a současně motivací) investora je inflace. Kdyby byla inflace nulová nebo dokonce záporná, nebylo by třeba investovat. Peníze by neztrácely svou hodnotu. Bohužel je však inflace trvale kladná a nutí každého, kdo má peníze, aby je investoval. V posledních letech žijeme v prostředí velmi nízké inflace (pokud máme věřit oficiálním číslům) a na obzoru zatím nejsou náznaky rostoucích inflačních tlaků.

Pokud zůstane inflace dlouhodobě nízká, což je varianta, která může nastat, pak si naše portfolio povede dobře a ponese slušné kladné reálné výnosy. Možná je však i diametrálně jiná varianta a tou je možnost dlouhodobě vyšší inflace doprovázené výrazně vyššími úrokovými sazbami. Nedokážeme říct, který z těchto dvou scénářů je pravděpodobnější, jasné ale je, že scénář vyšší inflace a vyšších úrokových sazeb je nebezpečnější. A to ze dvou důvodů.

Za prvé, vyšší inflace mnohem rychleji eroduje hodnotu peněz. A za druhé, vyšší úrokové sazby tlačí na ocenění všech tříd aktiv směrem dolů. Dotkne se to dluhopisů, akcií, nemovitostí i zlata. Úroková sazba je možná nejdůležitější veličina při investování. Slouží jako měřítko pro oceňování jednotlivých investic. V současné době jsou úrokové sazby deformovány centrálními bankami a jsou vychýlené směrem dolů

od svých rovnovážných hodnot. Jejich výraznější růst by postihl opravdu všechny trhy. Dluhopisy zřejmě více než akcie a ne každou akcii stejně, nic by však nezůstalo ušetřeno.

Naše investice se snažíme vybírat tak, aby při variantě dlouhodobě vyšší inflace poskytovaly pokud možno co nejlepší kompenzaci. Vlastníme například společnosti, které budou přímo profitovat z vyšších úrokových sazeb, společnosti, které mají nízké kapitálové výdaje a společnosti, které mají díky svému postavení schopnost přenést rostoucí náklady na zákazníky. Takové společnosti by si v prostředí vyšší inflace měly vést poměrně dobře jak absolutně, tak relativně vůči jiným. Snažíme se do portfolia zabudovat ochranu proti vysoké inflaci, dokud jsou tyto akcie levné. Možná jsme s tím začali příliš brzy, možná se dokonce ukáže, že to nebude potřeba. Toho jsme si vědomi, ale i přesto si myslíme, že je to správná cesta. Je lepší být pojištěn zbytečně, než vůbec.

Změny v portfoliu

V tomto čtvrtletí jsme neprodali žádnou pozici a dvě nové pozice jsme otevřeli. V obou případech jde o jednu z nejhodnotnějších globálních značek a hodí se na ně přesně i popis z předchozího odstavce. V obou společnostech hodláme naši angažovanost postupně navyšovat. Očekáváme, že nám ponесou atraktivní výnos s velmi malým rizikem po dlouhou řadu let.

Za celý rok 2013 jsme otevřeli 5 nových pozic a 4 staré jsme prodali. Celkem máme v portfoliu 24 různých akcií. Přibližně 80 % portfolia se tedy během roku nezměnilo, co se týče jeho složení. Měnily se pouze velikosti jednotlivých pozic. Sami sebe vidíme jako dlouhodobé investory a naše úvahy se při investování vedou v horizontu několika let. Tomu odpovídá i stabilita ve složení portfolia.

Nahoru nebo dolů?

Otázka, kterou dostáváme nejčastěji, je, zda trhy půjdou nahoru nebo dolů. Když upřímně odpovíme, že o tom nemáme nejmenší tušení, jedna část lidí se na nás nechápavě dívá, co že jsme to za amatérské ignoranty a druhá část na nás spiklenecky mrká, jako že chápe, že nemůžeme prozradit, kde leží svatý grál.

My to ale opravdu nevíme a ani se na to nesnažíme najít odpověď. Místo toho hledáme levné akcie, dobré investice. Dnes jsou některé trhy dražší a některé trhy levnější. Ale i na těch dražších trzích existují dobré investiční příležitosti. Člověk musí respektovat ocenění celých trhů, nemůže ho ignorovat, a pokud mu třeba připadají drahé, stále má několik možností, jak se s tím vypořádat.

Může v některých případech zaujmout dlouhodobý pohled. To se často používá jako alibi při nepřilíš úspěšných investicích, ale někdy to může být velmi racionální přístup. Může se soustředit na jednotlivé speciální případy, ať už se specialita týká společnosti samotné nebo mimořádné osoby v jejím čele. Případně může držet hotovost.

Tato kombinace popisuje i náš přístup. Máme v portfoliu některé společnosti, jejichž mimořádná kvalita, síla, stabilita a předvídatelnost vývoje dávají prakticky jistotu, že ceny jejich akcií budou v budoucnu mnohem výše než dnes a navíc s minimálním rizikem.

V portfoliu máme též společnosti, v jejichž čele stojí osoba výjimečných schopností tvořit hodnotu pro akcionáře. Vlastníme taky akcie firem, které trh momentálně přehlíží a nedoceňuje a které jsou proto velmi levné i přesto, že se jim daří velmi dobře. A koneckonců máme i hodně hotovosti.

Když půjdou trhy teď nahoru, budeme na tom papírově lépe, ale o to nižší budou pozdější výnosy. Když teď půjde trh dolů, budeme na tom chvíli hůř, ale o to více vyděláme později. V obou případech však je pravděpodobné, že s postupem času budou naše akcie mnohem výše než dnes. **O tom, o kolik budou výše, nerozhoduje to, zda trh půjde teď nahoru nebo dolů, ale to, jak umíme vybírat jednotlivé investice.**

Děkujeme vám za přízeň, kterou jste nám v loňském roce, a mnozí v průběhu celých deseti let projevovali, a přejeme vám vše nejlepší do roku letošního.

Daniel Gladiš, leden 2014

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří „výhledová prohlášení“ ve smyslu platných zahraničních právních předpisů o cenných papírech. Tato prohlášení mohou obsahovat finanční a jiné předpoklady, stejně jako prohlášení o našich budoucích plánech, cílech nebo hospodářských výsledcích anebo odhady na tom založené. Jakákoli taková výhledová prohlášení vycházejí z předpokladů a rozborů provedených fondem na základě jeho zkušeností a vnímání historických trendů, současného stavu a očekávaného budoucího vývoje i dalších skutečností, které považujeme za daných okolností za vhodné. To, zda budou skutečné výsledky a vývoj odpovídat našemu očekávání a předpovědím, však závisí na množství rizik, předpokladů a nejistých skutečností. Při hodnocení výhledových prohlášení by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky zásadně liší od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledových prohlášeních. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledová prohlášení tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Tento komentář nepředstavuje, není součástí, ani by neměl být vykládán jako jakákoli nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradcce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabývání, držení či zpětný prodej akcií Fondu nebo výplaty akcionářům.

Akcie fondu nebyly a nebudou registrovány podle amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, v platném znění („Zákon z roku 1933“) nebo podle předpisů o cenných papírech kteréhokoli jiného státu. Podle amerického zákona o investičních společnostech z roku 1940 („Zákon z roku 1940“) není fond registrovanou investiční společností.

Akcie fondu nesmějí být nabízeny investorům v České republice v rámci veřejné nabídky, jak se uvádí v § 34 odst. 1 zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu („Zákon o podnikání na kapitálovém trhu“).

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti.

© Copyright 2013 by Vltava Fund SICAV, Plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

Tento dokument nelze použít v jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, Plc.