

AMERICKÉ VOLBY A KELLYHO VZOREC

Vážení akcionáři,

ve čtvrtém čtvrtletí roku 2016 vzrostlo NAV fondu o 8,4%.

Největší událostí závěru loňského roku byly americké prezidentské volby. S blížícím se termínem voleb se na nás ze všech stran valily rady a tipy na to, jak si nejlépe investičně vsadit na jejich výsledek. Většina investičních doporučení se tvářila velmi sebevědomě a přitom, jak už to tak bývá, se dnes ze zpětného pohledu ukazují jako mylná. Bylo by však chybou jednotlivá investiční rozhodnutí hodnotit podle výsledku. Správné investiční rozhodnutí není to, které přineslo kladný výsledek, ale to, které bylo učiněno podle správné metody v daném okamžiku a s danými informacemi. Podle našeho názoru chybou je už snaha sázet investičně na výsledek voleb. Před volbami jsme proto v portfoliu neudělali žádné transakce, které by spekulovaly na jejich výsledek. Pro tento postup máme teoretickou i praktickou oporu a v tomto dopise bych ji rád vysvětlil. Půjdu na to trochu oklikou.

Edward Thorp

Nedávno jsem měl možnost číst rukopis knihy *A Man for All Markets: From Las Vegas to Wall Street, How I Beat the Dealer and the Market*. Kniha vyjde počátkem tohoto roku a je autobiografií Edwarda Thorpa. (Pokud si ji chcete přečíst, raději přeskočte zbytek této části.)

Edward Thorp je jedním z největších investorů historie a navíc mimořádně zajímavá osobnost. Posuďte sami. Thorp byl vystudovaný matematik, který však dokázal matematiku aplikovat do mnoha sfér běžného života. Vymyslel počítání karet a objevil způsob, jak dosáhnout zdánlivě nemožného - porazit dealera v karetní hře black jack a také to velmi úspěšně praktikoval. Hrál v kasinech, která navštěvoval často v přestrojení. Poté, co byl odhalen a z kasin vykázán, vše popsal ve svém prvním best selleru *Beat the Dealer*.

Z karet potom přenesl svou pozornost na ruletu a přišel na to, jak výrazně porážet kasino i v ruletě. Zní to neuvěřitelně, protože každý ví, že v ruletě je pravděpodobnost výhry teoreticky na straně kasina. Prakticky však ne. Thorp na to přišel a také to s pomocí

prvního přenosného počítače uplatnil v praxi. Majitelé kasin byli nepřítelny a Thorp se začal obávat o svůj život. Proto raději nechal kasina svému osudu a přemýšlel, které odvětví mu skýtá velký prostor pro jeho další intelektuální potěšení. Vybral si kapitálový trh a burzu. Byl průkopníkem kvantitativních investičních metod, pionýrem konvertibilní arbitráže a skutečným prvním autorem metody oceňování opcí, za níž později Merton a Scholes získali Nobelovu cenu. Své investiční postupy popsal v dalším best selleru *Beat the Market*. Především však nebyl jen teoretik, ale i praktikující investor. Jeho hedge fond Princeton - Newport Partners dosáhl mezi lety 1969 a 1988, tedy po dobu 19 let, průměrného výnosu 19,8 % ročně.

Thorp byl také jedním z raných investorů v Buffettově Berkshire Hathaway a že je Madoff podvodník vykazující fiktivní výsledky a obchody, prokázal 17 let před tím, než to na Madoffa prasklo.

Kellyho vzorec

Ať už šlo o karty, ruletu nebo akcie, všechny Thorpovy činnosti měly jednoho společného jmenovatele. Vždy se pohyboval v prostředí, kdy se snažil najít optimální velikost pro opakované investice (nebo sázky) pro danou množinu investičních příležitostí s různými očekávanými výnosy a pravděpodobnostmi jejich nabytí. Pro řešení používal často tak zvaný Kellyho vzorec nazvaný podle svého autora, fyzika Johna Kellyho:

$$f = \frac{p(b+1)-1}{b}$$

kde:

f je část portfolia, která by měla být

do investice umístěna

b je poměr výnosu ke vkladu

p je pravděpodobnost výhry

Například tedy, pokud je šance na výhru 60% ($p = 0,60$) a investor vydělá 10 % ($b = 1,1$), potom by měl takto investovat 24 % portfolia. Pokud se pravděpodobnost

výhry zvýší na 70 %, potom by měl investovat 42 % portfolia a pokud se při pravděpodobnosti výhry 60 % zvýší očekávaný výdělek na 20 %, potom by měl investovat 27 % portfolia.

Obecně řečeno nabízí Kellyho vzorec dobré vodítko v tom smyslu, jak kalibrovat jednotlivé investice. Pokud najdeme investici, u které se domníváme, že slibuje solidní očekávaný výnos a nadprůměrnou pravděpodobnost jeho dosažení, potom nesmíme váhat a musíme investovat opravdu pořádně. Když si budete trochu hrát s parametry ve vzorci, zjistíte, že vyšší vliv na velikost investice má pravděpodobnost úspěchu než očekávaný výnos. Investoři často dělají tu chybu, že se nechají zlákat možným vysokým výnosem a nedocení jeho relativně malou pravděpodobnost. Takovým investicím bychom se měli spíše vyhýbat. Vyhledávat bychom měli takové, kde očekávaný výnos nemusí být nutně závratný, ale jeho pravděpodobnost je vysoká. To nás učí Kellyho vzorec.

Volební aplikace

Při našich investicích také přihlížíme ke Kellyho vzorci. Jsme si vědomi toho, že investování není přírodní věda a že tedy neznáme přesné pravděpodobnosti jevů, ani přesné očekávané výnosy. Víme, že odhady, se kterými pracujeme, budou vždy nepřesné a subjektivní. Jde však o omezení, které je součástí investování a není možné ho odstranit. Důležitější je uvědomit si jeho existenci.

Jak tedy vypadá aplikace této teorie na konkrétní případ amerických voleb? Volební průzkumy těsně před volbami sice favorizovaly Hillary Clinton, byly však natolik těsné, že pokud vezmeme v úvahu běžnou statistickou chybu nebo dokonce i jejich možnou neobjektivitu, pravděpodobnost volebního výsledku byla v zásadě téměř 50:50. Pro takovou pravděpodobnost Kellyho vzorec radí nedělat nic.

To však ještě není konec. Ještě zbývá odhadnout očekávaný výnos, v tomto případě tedy pohyb trhu v závislosti na výsledku voleb. Toto je v podstatě nemožné. Odhadnout očekávaný výnos investice jako její budoucí cash flow je jedna věc, ale odhadnout spolehlivě reakci investorů na určitou událost je věc druhá, v zásadě zcela nemožná. Nejčastější prognózy před volbami říkaly, že trh bude reagovat kladně na vítězství Hillary a negativně na vítězství Trumpa. Jak to pak dopadlo, víme. Když se těsně před volbami zdálo,

že šance Hillary rostou, trh stoupal, a když možná nečekaně vyhrál Trump, trh stoupal ještě rychleji.

Co jsme tedy měli před volbami v ruce? Vyrovnané šance na vítězství kandidátů a nulovou schopnost předvídat reakci trhů. V takové situaci jde dělat jediné – nedělat nic. Přesně to jsme taky udělali.

Tato situace má ještě vtipnou pointu. Před volbami jsme se totiž domnívali, že vyhraje Trump a že na to bude trh reagovat kladně. Některá předvolební prohlášení Hillary Clinton a senátorky Elisabeth Warren byla tak anti business orientovaná, že jsme si říkali, že trh si oddechne úlevou, když se při vítězství Trumpa vyhne tomu nejhoršímu. Když dnes známe, jak to všechno dopadlo, paradoxně bychom vydělali více, kdybychom naše předvolební očekávání promítli do našeho portfolia. Byla by to však chyba. Vystavovat naše portfolio náhodným jevům, u nichž nemáme žádnou oporu ve vlastních analýzách a pokoušet se vydělávat díky štěstí, nechceme. Dobře si totiž uvědomujeme, že to všechno mohlo nakonec dopadnout úplně jinak.

Nelze s jistotou říci, proč šel trh těsně po volbách tolik nahoru. Spojení s volebním výsledkem se nabízí, ale stejně tak mohlo jít o náhodný vývoj. Už se nikdy nedozvíme, co by trh dělal při Trumpově porážce. Možná by se choval stejně, možná by šel dolů, ale také mohl třeba ještě výrazněji poskočit nahoru. Lidé mají často snahu hledat ve vývoji věcí nějaké příčinné souvislosti, ale ony tam mnohdy žádné výrazné ani být nemusí, případně mohou být zcela jiné. To jsme si uvědomovali i před volbami a proto jsme se drželi stranou. Obdobně jsme se chovali před britským referendem o setrvání v EU a shodný postoj hodláme zaujmout i při budoucích podobných událostech. Investujeme pouze tehdy, když se domníváme, že pravděpodobnost úspěchu je nakloněna výrazně v náš prospěch.

Změny v portfoliu

Zatímco před volbami jsme byli spíše v hibernaci, mnohem aktivnější jsme byli po volbách. Ani ne tak proto, že bychom měnili názor na budoucnost nebo na společnosti, které vlastníme. Ostatně stejné společnosti máme v oblíbě po volbách, jako jsme měli před volbami. To spíše výraznější pohyby akcií v povolebních týdnech měnily poměry mezi cenami a hodnotami jednotlivých akcií.

Prodali jsme akcie Servis1stBank. Jejich cena šla po volbách tak moc nahoru, že podle našeho názoru převýšila i hodnotu firmy. Taková společnost neobstojí dál ani v absolutním měřítku ani relativně ve srovnání s jinými investičními příležitostmi. Za 14 měsíců držení činil náš výnos přibližně 67 % a s tím jsme velmi spokojeni.

V portfoliu máme jeden přírůstek. Jde o americkou společnost podnikající ve zdravotnictví. Odvětví zdravotnictví si v povolebních cenových kotrmelcích moc dobře nevedlo a díky tomu se i akcie tohoto odvětvového lídra dostaly na velmi atraktivní úroveň. Podle našeho názoru jde o nadprůměrnou společnost se solidní konkurenční výhodou, která je k mání za podprůměrnou cenu a je možné, že v portfoliu zůstane hodně dlouho.

Hodně štěstí do nového roku přeje

Daniel Gladiš, leden 2017

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro účely propagace. Investor musí své investiční rozhodnutí založit na zvážení kompletních informací o fondu, které nalezne v Nabídkovém memorandu Fondu.

Akcionářem fondu se může stát jen kvalifikovaný investor ve smyslu § 272 zákona č. 240/2013 Sb. Osobám, které nejsou kvalifikovanými investory ve smyslu uvedeného ustanovení zákona, nebude investice umožněna.

Hodnota investice může stoupat i klesat. Návratnost ani výnos investice nejsou zaručeny. Výkonnost fondu v minulosti není spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti mohou být a pravděpodobně také budou chybné. Nespoléhejte na ně a při svých investičních rozhodnutích používejte i vlastní selský rozum.

Informace obsažené v tomto komentáři mohou obsahovat prohlášení, která, pokud nejsou citacemi historických skutečností, tvoří výhled výkonnosti ve smyslu platných 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 výhledů výkonnosti by měli čtenáři zvláště zvažovat různé faktory, které by mohly způsobit, že se skutečné události anebo výsledky budou zásadně odlišovat od těch, jež jsou uvedeny v takových výhledech. Pokud platné právní předpisy o cenných papírech nevyžadují jinak, nemáme v úmyslu, ani se nezavazujeme aktualizovat či upravovat výhledy výkonnosti tak, aby odrážela následně informace, události, výsledky, okolnosti či jiné skutečnosti.

Před úpisem by měli potenciální investoři vyhledat nezávislé odborné poradce, pokud jde o maltské či jakékoli jiné zahraniční právní předpisy týkající se nabytí, 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.

Fond je zapsaný na seznamu České národní banky v kategorii Zahraniční fondy srovnatelné s fondy kvalifikovaných investorů (bez EuSEF a EuVECA) obhospořované obhospořovatelem oprávněným přesáhnout rozhodný limit.

Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2017 Vltava Fund SICAV, plc a www.vltavafund.com – Všechna práva vyhrazena.

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