

Vážení investoři,

NAV našeho fondu vzrostlo v roce 2010 o 21,5 %. To je velmi dobrý výsledek jak absolutně, tak ve srovnání s loňskými pohyby akciových trhů. Ty vypadaly takto: svět +7,8 %, USA +12,7 %, Evropa +7,3 %, Japonsko -1,2 % a Čína -14,3 %. Náš výnos byl tedy mnohem vyšší než výnos trhu. Byl také vyšší než náš dlouhodobý cíl vydělávat průměrně 10 % ročně a byl i vyšší než náš očekávaný výnos na začátku roku 2010 (17 %). Nesmíme též zapomínat, že se pohybujeme (stále ještě) v prostředí velmi nízké inflace. Ta v Česku loni činila přibližně 2 % a náš reálný výnos byl tedy téměř 20 %.

Naše portfolio doznalo během posledních dvou let dost výrazných změn. Řadu akcií jsme (obvykle se slušným ziskem) prodali a nakoupili jsme jiné, levnější. Většina z těchto nových investic má dvě společné vlastnosti. Za prvé jde o velké, stabilní, „high quality“ společnosti, a za druhé jsou spíše z rozvinutých trhů. O příklonu ke kvalitě jsme psali v minulém komentáři, teď bych se spíše rozepsal o tom, kde naše nové investice nejčastěji nalézáme a proč.

Způsob, kterým vybíráme investice, se označuje jako „bottom-up stock picking“. To znamená, že hlavní roli hraje kvalita a potenciál samotné společnosti a cena jejich akcií. Není přitom podstatné, ze které země pochází, či v jakém oboru podniká, a minimální roli při výběru hrají i makroekonomické faktory. Takže fakt, že například nemáme žádné investice v Německu nebo v Brazílii, neznamená, že náš celkový pohled na tyto země je negativní, a naopak naše investice v Irsku nebo ve Francii neříkají nic o našem názoru na tyto země. Vždy jde především o atraktivitu samotné investice, a pokud se nám v některé zemi nebo regionu začne akumulovat více investic, pak to spíše znamená, že trh zde z různých důvodů nabízí více dobrých příležitostí, než že bychom si dělali nějaký obzvlášť pozitivní názor na místní ekonomiky.

Někdy je však lepší zvednout hlavu od studia jednotlivých společností a zamyslet se trochu i nad celkovým vývojem globální ekonomiky a jednotlivých zemí. A právě s takovou úvahou se spojuje i dost významný posun v regionální alokaci portfolia za poslední dva roky.

Před dvěma lety jsme měli třetinu portfolia investovanou v Číně a jen 8 % v USA. Nyní máme v Číně jen asi 15 % portfolia a v USA třetinu. Naše čínské investice byly jako celek velmi ziskové a podílely se velkou měrou na velkých výnosech v posledních dvou letech. Část zisků jsme realizovali a uvolněné peníze se přesunuly převážnou měrou do amerických akcií. Kromě ocenění akcií (některé americké jsou mnohem levnější a kvalitnější než většina čínských) to tentokrát odráží i náš pohled na globální vývoj. Trochu se u tohoto tématu zastavíme, abyste věděli, jak momentálně uvažujeme a co od nás můžete očekávat.

Přesun „od Číny k USA“ má tři hlavní důvody:

1. Mikropohled

Po globální krizi v roce 2008, která měla těžiště v západním světě, se stalo běžným zatracovat západní ekonomiky jako předlužené a neperspektivní, s napůl zkrachovalým bankovním systémem a pohodlným obyvatelstvem. Stejně běžně se vyzdvihoval hospodářský zázrak Číny. Částečně je to pravda, ale většina investorů ve svých úvahách dělá následující chybu. Říkají si, že jestliže je na tom americká a evropská ekonomika tak špatně, pak si nepovedou dobře ani americké a evropské společnosti, a nebudou proto do nich investovat. A naopak, čínský zázrak znamená, že čínským společnostem se bude dařit, a je proto tedy dobré do nich investovat. Že tak investoři uvažují, dokládají i současné rekordní výběry z fondů investujících v USA a rekordní vklady do fondů investujících na vznikajících trzích (emerging markets) zahrnujících Čínu.

Tato úvaha je ovšem podle nás chybná. Stačí podrobnější pohled na korporátní svět v USA. Americkým korporacím se totiž daří velmi dobře a jejich zisky to dokládají. Když se to navíc ještě spojí s pesimismem investorů, pak není divu, že řada kvalitních amerických společností s globální působností, a často téměř dominantní pozicí na trzích, se obchoduje za velmi atraktivní ceny.

Řada čínských společností naopak stojí na hliněných nohách a je doslova životně závislá na neustálé podpoře státu. V kombinaci s optimismem investorů to pak činí většinu akcií předražených.

Společnost Interbrands vydává každý rok přehled jednoho sta největších globálních značek podle jejich hodnoty. Za rok 2010 jsou na čele žebříčku Coca-Cola, IBM a Microsoft, stejně jako loni. Při pohledu na celou stovku společností (4 z nich jsou i v našem portfoliu) pak rozhodně stojí za povšimnutí fakt, že většina pochází z USA, hodnota jejich značek je mnohokrát větší než hodnota značek neamerických společností v žebříčku a že Čína, Rusko, Indie a Brazílie zde nemají ani jednu společnost.

Ať už si o americké ekonomice myslíme cokoli, pravdou je, že její korporátní sektor velmi dobře prosperuje.

2. Makropohled

Zde máme k Číně největší výhrady. S čínskou ekonomikou je to trochu jako s olympiádou v Pekingu. S trochou nadsázky se dá říct, že olympiáda zachytila podstatu čínského zázraku. Opuletní slavnostní zahájení mělo demonstrovat, jak daleko už země pokročila, patriotismus davů byl v kontrastu s vládními represemi a první místo v počtu zlatých medailí bylo pro mnohé důkazem, že Čína nahradila USA jako světová velmoc číslo jedna.

Nakonec se ukázala i druhá strana olympijské mince. Zkreslování nákladů, zahajovací píseň zpívaná na playback jinou dívkou než byla na ploše, státem organizované „nadšené fandění“, podezřelé výkony rozhodčích v gymnastice a podvod s věkem závodnic v ženské gymnastice.

Čínský ekonomický zázrak má také svou odvrácenou stranu. Většina velkých firem, včetně bank, je vlastněná nebo řízená státem, státní dluh je zkreslován nezahrnutím napůl tajných konsolidačních bank, do kterých se průběžně přesouvají špatné úvěry, měna je manipulovaná a zkresluje ekonomickou realitu, bankovní sektor funguje velmi špatně, HDP je tvořeno z více než 50 % investicemi. Ty jdou často do zcela nesmyslných projektů s nulovou návratností a do exportních sektorů přežívajících jen díky podhodnocené měně apod. Ekonomická nerovnováha v Číně se zvyšuje dost rychlým tempem a je možné, že to všechno skončí kolapsem ekonomiky. Koneckonců, mnoho socialistických zemí se v historii pokoušelo řídit ekonomiku a všechny bez jediné výjimky zkolabovaly. Je tedy vůbec možné, že co se nepodařilo nikomu

jinému, podaří se Číně a ekonomické teorie budou postaveny na hlavu? O tom si každý musí udělat svůj názor, ale pokud jde o nás, spíše sázíme na historické zkušenosti a podle toho taky investujeme.

Mimochodem, náš názor na Čínu není jen vyčtený, ale taky se opírá o kontakty a diskuze s managementy společností, které v Číně vlastníme nebo jsme vlastnili.

3. Corporate governance

Corporate governance představuje systém, kterým je společnost vedena a kontrolována. Systém definuje distribuci práv a povinností mezi zainteresovanými stranami ve společnosti jako jsou akcionáři, výkonný management, statutární orgány, zaměstnanci a zákazníci, případně další zainteresované osoby.

V této oblasti je v Číně dost divoko. Managementy si často velmi svérázně vykládají, co je férové a etické, co je a není v zájmu akcionářů, často zkreslují výsledky, mění auditory, kreativně kouzlí s účetnictvím. Samozřejmě, že zdaleka ne všechny managementy takto postupují, ale podle našeho názoru je jich více, než se na první pohled zdá a jestliže přijdou na čínskou ekonomiku a čínské firmy horší časy, pak mnoho problémů s vedením firem vyplave na povrch. Jak říká Buffett, až odliv ukáže, kdo celou dobu plaval nahý.

Tyto i některé další důvody nás vedou k tomu být při investování v Číně velmi opatrní. Můžeme se v našich názorech plést, ale raději si necháme ujít některé investiční příležitosti, než abychom investovali špatně. V našich názorech nás utvrzuje i počínání drobných investorů. Ti zpravidla investují špatně, což se po čase většinou ukáže, a poskytují tak dobrý kontrariánský indikátor. V minulém roce mohutně nakupovali akcie na vznikajících trzích, včetně Číny, a houfně prodávali americké akcie. My jsme šli proti tomuto proudu. Raději kupujeme tam, kde ostatní prodávají, a prodáváme to, po čem ostatní blázní. (Drobní investoři též loni rekordně nakupovali dluhopisy a jsou tak s největší pravděpodobností na cestě k dalšímu zklamání.)

Co se konkrétně dělo v našem portfoliu za poslední čtvrtletí? Prodali jsme Oracle. Měli jsme ho krátkou dobu, jen od února, ale cena šla hodně nahoru, a tak jsme akcie prodali. Realizovali jsme slušný zisk a získali hotovost na lepší investice.

Otevřeli jsme dvě nové pozice. Jednu v Británii a jednu v Japonsku. V Japonsku jsme měli kdysi dvě investice, prodali jsme je na podzim 2006 a od té doby se nám tam nedařilo nic zajímavého najít. Možná se nám to podařilo teď. Zatím jsou obě pozice malé a hodláme je zvyšovat postupně. Máme totiž takové pravidlo, že pokud jde o akcii, která je pro nás poměrně nová, tak raději nakupujeme pomalu s tím, jak se se společností postupně seznamujeme a jak do ní pronikáme detailněji. Z vlastní zkušenosti víme, že i při sebelepším studiu a analýze se může stát, že něco člověk přehlédne nebo nedocení. Proto u novinek máme tendenci postupovat opatrně. Zase si říkáme, že je lepší nechat si příležitost uniknout, než se do něčeho pouštět bezhlavě.

Někdy nám při tomto postupu opravdu příležitost unikne. Stalo se nám to s akciemi Heineken. Začali jsme je v roce 2009 kupovat se záměrem postupovat pomalu a opatrně. Akcie však po našem prvním nákupu vystřelila prudce vzhůru. Dnes je o 80 % výše, což je sice super, ale máme jich málo. Škoda. Naproti tomu u společností, které známe dlouho a dobře, nemáme důvod váhat, a tak, když jsme před nějakým časem koupili Microsoft, který už sleduji podrobně téměř 15 let, investovali jsme do něho poměrně rychle 100 milionů korun, a dali tak motorům hned plný tah. Následný vývoj ceny jeho akcií

naznačuje, že jsme udělali dobře. Za celých těch 15 let se akcie Microsoftu poprvé obchodovaly za dobrou cenu. Investování někdy vyžaduje obrovskou dávku trpělivosti.

Co nás čeká letos, nevíme. Asi nejlepší předpověď je, že akcie budou kolísat. To už odpovídal na otázku o vývoji trhů J. P. Morgan před sto lety. A stále to platí. Letošek bude zřejmě stejně turbulentní rok jako ten minulý (a zřejmě i ty příští). Zase se o trochu přiblížíme bankrotům některých zemí a dají se čekat občasně větší pohyby jak v akciích, tak v měnách. V takovém prostředí se dobře investuje. Nejistota a občasně poklesy cen přinášejí čas od času výborné příležitosti. Stejně jako loni, i letos si na ně hodláme trpělivě počkat a pak nebudeme váhat je využít.

Je velmi pravděpodobné, že akcie v našem portfoliu se budou za pár let obchodovat za podstatně vyšší ceny než dnes. Při současném složení našeho portfolia a při jeho současné levnosti nám očekávaný průměrný výnos do příštích let vychází kolem 17 % ročně. To je mnohem více než vynášejí vklady, dluhopisy i tolik mediálně propírané fotovoltaiky. Navíc při nesrovnatelně nižším riziku a vyšší likviditě.

Dan Gladiš, 3. 1. 2011

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 poradce, 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.