

PROTRŽENÁ PŘEHRADA

Pokud vás zajímá především, jak si zatím v recesi vedou naše společnosti, můžete skočit rovnou do druhé části dopisu. I přesto bych vám ale doporučil vrátit se potom na začátek dopisu, který je o aktuálním dění na trzích z obecnějšího pohledu.

Ideologická revoluce

Nemám moc rád velká slova, protože často bývají vyřčena pod tlakem emocí a s odstupem času se mohou ukázat jako přehnaná. Tentokrát mi však připadají na místě. Podle mého názoru právě prožíváme období ideologické revoluce, pokud se týká monetární a fiskální politiky klíčových zemí světa. Některé věci, které snad mohly být dosud považovány za dočasné, se zřejmě stanou trvalou součástí finančního dění s velkými dlouhodobými dopady na hodnotu hlavních tříd aktiv. Pro investory před nimi není úniku. Obrana však existuje.

Jak jsme se dostali až sem?

Kdybych psal nějaký akademický text, musel bych začít mnohem hlouběji v historii. Myslím, že pro naše účely úplně stačí, když začnu minulou recesí v roce 2008. Její těžiště leželo ve finančním sektoru. Centrální banky tenkrát přišly s poměrně inovativním řešením, které spočívalo ve dvou hlavních krocích. V nákupu aktiv z portfolia bank a ve snížení úrokových sazeb na historicky nejnižší úroveň. Jejich účinek byl zejména v prvních letech velmi kladný. Dodaly trhům likviditu, přinesly stabilitu finančnímu sektoru a nastartovaly ekonomický růst. Nebylo to samozřejmě zadarmo. Část dluhu privátního sektoru se

přenesla na státy a jejich dluhy výrazně vzrostly. Rozvahy centrálních bank nabobtnaly do rekordních úrovní, uměle nízké úrokové sazby deformovaly ceny na finančních trzích a sváděly k podhodnocování rizika. Na tuto kritiku odpovídali centrální bankéři argumentem, že jde jen o dočasné opatření a že jakmile se situace na trhu normalizuje, rozvahy centrálních bank se začnou zmenšovat a normalizovat se začnou i úrokové sazby. To se však nikdy nestalo a asi ani nestane.

Rozvaha FED, která vzrostla z 900 miliard na podzim 2008 na 4 500 miliard na konci roku 2014, se sice začala od roku 2018 pomalu snižovat, vydrželo jí to však jen rok a půl do podzimu 2019, kdy činila 3 700 miliard. Pak učinil FED prakticky zde dne na den nečekaný obrat o 180 stupňů a začal znovu nakupovat státní dluhopisy. Ukázalo se totiž, že na trhu chybí kupci na nově emitovaný státní dluh. Zahraniční investoři v posledních pěti letech americký dluh moc nekupovali a kapacita domácích investorů také není neomezená. Stát však loni hospodařil se schodkem zhruba jeden bilión dolarů a na tento nový dluh se museli najít kupci. Jediným, kdo zbyl, je právě FED. Rozvaha FED se do konce února, tedy ještě před virovou pandemií, zvýšila na 4 200 miliard.

Pak přišel virus, letošní schodek amerického rozpočtu nebude jeden bilión, ale spíše čtyři bilióny, a jestli už loni chyběli kupci na nový dluh, teď to platí o to více. Rozvaha FED činila ke konci června 7 000 miliard a dále stoupá. Prakticky veškerý nový dluh nyní kupuje FED. USA zde používám jako příklad. Situace je však

podobná ve většina klíčových ekonomikách světa. Ve velkých zemích EU, Británii, Japonsku i Číně. Jde o globální problém.

Jak se vypořádat s dluhem?

Existují jen tři způsoby, jak se vypořádat se stáním dluhem. Tím prvním a nejlepším je rychlý ekonomický růst. Pokud roste ekonomika dostatečně rychle a není zatížena příliš velkým dluhem, dluh jako procento z HDP může klesat. Toto řešení je však pro většinu velkých zemí mimo realitu. Kombinace jejich pomalého růstu a velkého dluhu ho prakticky vylučuje bez ohledu na to, co říkají politici a centrální banky.

Druhým způsobem, jak snížit dluh, je ho škrtnout. Toto je velmi častý způsob řešení a některé země mající vlastní měnu ho budou i nadále používat. Nejčerstvějším velkým případem je nedávný default Argentiny. Je to však poměrně drastické řešení, které s sebou nese obrovské náklady, těžkosti a je politicky neoblíbené.

Třetí cestou ke snížení dluhu je nechat ho umazávat inflací nebo obecně řečeno splácet ho ve znehodnocené měně. Těchto příkladů zná historie také mnoho a to už od starého Říma. Toto je a zůstane preferovaný způsob řešení dluhů v mnoha předlužených zemích majících vlastní měnu. Není to sice nic nového, ale míra tohoto řešení bude pravděpodobně akcelarovat.

Protržená přehrada

Státní rozpočty jsou v rukou politiků. Když zaujmeme cynický pohled na věc (možná ani ne tak cynický, jako realistický), můžeme říct, že hlavním zájmem politiků, je být znovu zvolen. Nejlepší cesta ke zvolení vede prostřednictvím

uplácení voličů pomocí výdajů státního rozpočtu. S tím je spojena jedna nepříjemná komplikace. Když chceme někomu něco dát, musíme to nejdříve někomu jinému vzít. Lidé rádi dostávají věci, ale samozřejmě se brání, když jim něco bereme. To, co se děje teď, však úplně mění situaci. Politici vidí, že je možno rozhazovat peníze, aniž by je bylo nutné před tím někomu vzít, když je veškerý dluh financován centrálními bankami pomocí nově vytištěných peněz. Toto je jejich nirvána. Teď ztratí i poslední zábrany. **Výsledkem bude, že velké rozpočtové deficity budou trvale financovány převážně nově vytištěnými penězi.** „Helicopter money“ jsou zde v plné síle. Hráže přehrady se protrhly a není, co by zastavilo valící se příval nových peněz.

V běžném životě totiž málokdo proti tomu bude něco namítat. Když lidem zvýšíte daně, když přijdou o práci, nebo když se škrtají dluhy, protestují. Když se jim však rozdávají nově vytištěné peníze, jsou spokojeni. Vidí totiž jen svůj okamžitý benefit. Náklady celé této operace však jsou pro ně příliš vzdálené, abstraktní a nesrozumitelné. Bylo by však naivní se domnívat, že neexistují.

Celé to běží takto. Stát hospodaří dlouhodobě s velkým dluhem, ten upíše centrální banka a úroky, které stát centrální bance platí, vrací centrální banka do rozpočtu. Kdo může mít nějakou motivaci tento stav změnit? Když to celé domyslíme ad absurdum, nabízí se otázka. Má vůbec smysl vybírat daně, když lze všechny výdaje financovat nově tištěnými penězi? Myslím, že to nebude dlouho trvat a někdo s tímto perpetuum mobile přijde.

Co na to ekonomie?

S ekonomickými teoriemi mám čím dál větší problémy. Když jsem začal ekonomii nadšeně

studovat v roce 1991, považoval jsem ji za vědu. Dnes o tom vážně pochybuji. Exaktní přírodní vědou je pro mě třeba fyzika. Když snižujeme teplotu vody k nule a dál pod ní, víme, co se s vodou stane. Změní své skupenství, objem a další vlastnosti. Je to pokaždé stejné a všichni se na tom shodnou. Když však snižujeme úrokové sazby k nule a dál pod ní, nevíme, co to způsobí. Někteří ekonomové považují záporné sazby za velmi přínosné, jiní za velmi škodlivé. Skutečný důkaz však asi provést nejde. Jak tedy může být ekonomie vědou?

V jedné věci však má ekonomie pravdu. Rčení „There ain't no such thing as a free lunch.“ říká, že není možné něco získat za nic. Financování dluhu nově tištěnými penězi skutečně má své reálné náklady. Ty mohou být různé. Sociální, politické, mohou se týkat vlastnických práv a podobně. Nás budou zajímat nejvíce ty, které se mohou týkat finančních trhů.

Klíčem k dalšímu uvažování, co se týče investování, jsou podle mého názoru dvě věci. **Za prvé, financování rozpočtových deficitů nově vytištěnými penězi je trvalá záležitost. Za druhé, velká část těchto peněz se dostane přímo ke spotřebitelům díky tomu, na jaké účely jsou deficity rozpočtu používány, a může mít časem výrazný inflační účinek.** Dříve kupovaly centrální banky spíše finanční aktiva od institucionálních účastníků trhu, dnes jsou nově vytištěné peníze směřovány z velké části k financování běžných výdajů.

Jaký vliv to může mít na trhy?

Je tedy pravděpodobné, že budeme i nadále investovat v prostředí, které bude doprovázeno zápornými reálnými úrokovými sazbami, uměle nízkou drženými nominálními úrokovými sazbami, fiskální expanzí, rychle

rostoucí peněžní zásobou a nafukujícími se rozvahami centrálních bank. Nenapadá mě reálná cesta, jak by se toto mohlo výhledově výrazně změnit k lepšímu. V tomto prostředí se již nějaký čas pohybujeme, uvažování investorů by se však mělo změnit v tom smyslu, že nejde o dočasné, ale o trvale existující prostředí. Celý trend bude mít tendenci spíše akcelarovat s tím, jak se rychle mění uvažování politiků a centrálních bankéřů. Myslím si, že slova o finanční ideologické revoluci nejsou přehnaná.

Největší hrozba pro investory

Všechny hlavní měny světa mají téměř bezchybnou historii, pokud jde o jejich samotné znehodnocování. Tento trend se teď velmi pravděpodobně ještě zrychlí a je to hlavní problém, se kterým se investoři musí vypořádat. Když mluvím o znehodnocování měny, nemám na mysli jejich kurzy vůči sobě navzájem. Není to debata o tom, zda je lepší vlastnit dolar, euro, libru nebo frank. Je to debata o tom, že všechny měny ztrácejí hodnotu vůči reálným aktivům.

Držení hotovosti bylo historicky špatnou investiční volbou, jelikož její reálná hodnota stále klesá. Dnes je situace ještě o něco horší a držet dlouhodobě velký podíl majetku v hotovosti prakticky nedává smysl. A může být ještě hůř. Někteří ekonomové zcela vážně doporučují zavést výrazně záporné sazby. Pro začátek na úrovni minus 3 %. *(Z možného budoucího projevu Velkého Ekonomů k národu: „Vážení obyčejní lidé, s velkou radostí vám oznamuji, že od zítřka zavádíme záporné sazby ve výši tři procent. Naše ekonomická teorie jednoznačně dokazuje, že tento krok vám přinese ohromný prospěch. Je sice pravda, že vám každý rok vezmeme tři procenta vašich úspor, nezapomínejte však na to hlavní - pořad*

vám ještě něco zůstane. Po dvaceti letech ještě pořád o kousek více než polovina.)

Je to trochu depresivní pocit, když člověk pracuje, vydělá peníze a potom místo toho, aby si je v klidu nechal a užíval, musí je dále investovat už jen proto, aby o ně postupně nepřicházel. Tato nutnost se stává stále naléhavější a přitom investiční možnosti se ztenčují. Dnes je v podstatě ze hry vyřazena i většina dluhových aktiv. Jejich reálné výnosy jsou buď velice nízké samy o sobě, nebo neadekvátní podstupovanému kreditnímu riziku.

V podstatě jedinou cestou, jak dlouhodobě alespoň uchovat reálnou hodnotu peněz, zůstávají majetková aktiva a především potom podíly ve firmách. Vlastnictví podílů ve firmách (akcie) by mělo přinášet i nadále vyšší výnosy než jiné investice a to zde dvou hlavních důvodů. Jsou jimi tvorba hodnoty lidskou prací a možnost reinvestovat kapitál s vyššími výnosy.

Každou společnost vnímám jako živý organismus, ve kterém se lidé svou prací snaží vytvářet hodnotu. Svými nápady, úsilím, kreativitou i běžnou každodenní prací. Ne vždy se to musí podařit, ale v průměru a dlouhodobě je tento vliv vysoce kladný a především, **není erodován snižující se hodnotou peněz.**

Každý asi uzná, že například vliv Jeffa Bezose na hodnotu společnosti Amazon je obrovský. Stejně tak například vliv Steva Jobse na hodnotu společnosti Apple. Oba dva se společně s dalšími lidmi v těchto společnostech klíčovou měrou přičinili o to, že hodnota obou společností dnes přesahuje bilion dolarů. Pro příklady ohledně vytváření hodnot lidskou prací nemusíme chodit tak daleko. Velkými

tvůrci hodnot v naší vlasti byli například Tomáš Baťa, Emil Škoda, František Křížík či Emil Kolben. Jména velkých českých tvůrců hodnot ze současnosti jmenovat není třeba, známe je všichni, i když vlastně jen jediná z těchto společností (Avast) je dnes veřejně obchodovaná. Je to jeden z nejlepších příkladů toho, jak lidé vytvářejí hodnotu. Zpočátku byli zřejmě hlavními tvůrci hodnot její zakladatelé Pavel Baudiš a Eduard Kučera, dnes jsou jimi bezmála dvě tisícovky zaměstnanců.

Lidé jsou jednoduše hlavními strůjci hodnot ve společnosti, a to na všech úrovních. Nemusí jít vůbec jen o gigantické korporace. Lidé vytvářejí hodnotu i v menším měřítku, například v drobných firmách, službách a obchodu. Každý z nás buď zná tyto případy ze svého okolí, nebo se o to sám přímo snaží.

Vliv lidské činnosti na hodnotu společnosti je zcela zásadní. Lidé svou prací nemohou ovlivnit hodnotu jiných tříd aktiv (hotovost, zlato, dluhopisy), případně jsou omezení možnostmi, které jim aktivum dává (půda, nemovitosti). V případě společností mají největší prostor, flexibilitu a největší možnost adaptovat se na měnící se podmínky. Toto je první hlavní důvod, proč vlastnictví akcií přináší a musí dlouhodobě přinášet vyšší výnosy než vlastnictví jiných hlavních tříd aktiv. Do budoucna by se na tomto nemělo nic změnit.

Druhým hlavním důvodem, proč by mělo vlastnictví akcií přinášet větší výnosy než vlastnictví jiných tříd aktiv, je vyšší výnos dosahovaný z reinvestování vydělaného kapitálu. Společnosti dlouhodobě fungují tak, že se snaží vydělaný kapitál dále investovat do růstu a expanze. Reinvestovaný kapitál navyšuje celkovou sumu kapitálu, se kterým společnost podniká a ten by měl s sebou

přinášet i rostoucí absolutní výnosy. Reinvestovat kapitál lze samozřejmě i v případě vlastnictví dluhopisů, půdy nebo nemovitostí, v případě společností jsou však výnosy mnohem vyšší a možnosti širší. Pro příklad, průměrný výnos vlastního jmění (return on equity) u amerických veřejně obchodovaných společností se dlouhodobě pohybuje na úrovni kolem 12 %. S tímto výnosem mohou společnosti v průměru reinvestovat vlastní vydělaný kapitál. K takto vysokým výnosům se při reinvestování do dluhopisů, půdy nebo nemovitostí stěží dostaneme. Při dlouhodobém investování, kdy jde o to, jak rychle se kumulují složené výnosy, je rozdíl mezi reinvestovanými výnosy z akcií a z jiných tříd aktiv rozhodující.

Žádná z těchto myšlenek není nová nebo překvapivá. Co se změnilo, je prostředí, ve kterém investujeme, prolomily se některé dosud existující bariéry a zvýšila se míra naléhavosti směřovat investice do majetkových aktiv. Kdybyste se mně zeptali, zda se mi takto rozdané karty líbí, byl bych vůči mnoha věcem a dění velmi kritický. To ale na naše investování nemá žádný vliv. Nezáleží totiž na tom, zda se nám líbí, jak se věci vyvíjejí nebo ne. Je nutné je brát tak, jak jsou, přizpůsobit se jim a přemýšlet o tom, které akcie budou největšími beneficiéry v tomto prostředí.

Změny v portfoliu

V minulém dopise jsem se snažil rozebrat, jak se podle našeho názoru současná recese může dotknout hodnoty společností v portfoliu Vltava Fund. Jak to vypadá dnes, tedy o tři měsíce později?

Zdá se, že jsme byli moc optimističtí v případě společnosti WH Smith. Většina jejich obchodů byla na čas uzavřena. WH Smith proto navýšila

kapitál emisí akcií. To jí umožní překlenout nejhorší období, ale kombinace ztráty, kterou utrpí v tomto pololetí, pomalejšího náběhu tržeb k normálu a většího počtu akcií v oběhu znamená nižší fundamentální hodnotu, než s jakou jsme pracovali na konci března.

Na druhé straně, některým společnostem v našem portfoliu se zatím daří lépe, než jsme čekali. Konkrétně jde o Magnu, BMW, Samsung a Humanu. Magna se zatím ukazuje jako odolnější vůči recesi, než s čím jsme počítali. Její provozní páka je nižší než v minulé recesi, má silnou rozvahu a velmi pravděpodobně během této recese zvýší svůj tržní podíl. Ať už organicky, nebo prostřednictvím akvizic.

BMW je zatím jediná z velkých automobilek, která zůstala zisková, vyplatila dividendu v původně zamýšlené výši a nemusela využít úvěrové linky od bank. Samsung zaznamenal pokles prodeje mobilních telefonů, což se dalo čekat. Naproti tomu jeho hlavní a nejziskovější segment produkující paměti a polovodiče si vede lépe, než jsme čekali. Je to možná částečně dáno i větším přesunem činností lidí a jejich obchodů on line během karantény.

Humana těží z nižšího počtu návštěv u lékaře, což s sebou nese i menší výplaty zdravotního pojištění. Tento trend se však do konce roku pravděpodobně postupně srovná.

Zbytek společností si vede přibližně tak, jak jsme očekávali. Některé z nich zde stojí za zmínku. Berkshire se sune dál nezadržitelně vpřed jako mamutí tanker. Opírá se především o své segmenty pojišťovnictví, energetiky, železnice a velkou rezervu hotovosti. Více o Berkshire viz můj nedávný článek „Berkshire Hathaway nebo index S&P 500?": <http://www.vltavafund.com/cz/analyzy/brkin dex>

Myslím, že každému investorovi, který rozumí detailům businessu Berkshire Hathaway a umí tuto společnost ocenit, musí současná cena jejich akcií připadat jako předčasný vánoční dárek.

Markel sice na jedné straně čekají vyšší výplaty škod způsobené pandemií (jde zejména o pojištění v kategoriích škod zvaných event cancellation a business interruption), na druhé straně však bude těžit z rostoucích cen pojistek, který je již vidět.

Zisk Sberbank letos výrazně poklesne. Jinak to ani u bank v recesi nejde. I přesto však bude její výnos vlastního jmění u dna recese vyšší, než jaký ho má většina velkých západních bank v době expanze. Lockheed Martin a Teekay LNG Partners jsou dosud pandemií a recesí prakticky nedotčeni. A tak by to snad i mělo zůstat. Teekay LNG Partners mimochodem v dubnu, tedy uprostřed největší karanténní deprese, potvrdili navýšení dividendy o 31 %. Poměrně ojedinělý krok v této době. Mnohem častější je teď na trzích snižování nebo přímo rušení dividend.

Crest Nicholson musel kvůli karanténě zavřít asi na dva měsíce svá staveniště a prodejní plochy. Dnes jsou však znovu otevřené a aktivita se vrací postupně k normálu. Jeho záporné cash flow během tohoto období bylo poměrně nízké. LabCorp je opačný případ než Humana. V prvním okamžiku byl postižen nižším počtem návštěv u lékaře. To mu přineslo pokles objemu laboratorních testů. Ten se dnes vrací ke svému průměru a výpadek bude možná více než kompenzován masivním nárůstem testů na Covid, který se již rozběhl a dále nabírá na tempu.

I když jsme stále ještě spíše u dna recese, než na jejím konci, zdá se, že naše společnosti

neutrply zatím vážnější újmu a že z recese vyjdou v dobré kondici. Pokud se nám bude zdát, že se situace u některé z nich mění, jsme připraveni kdykoliv změnit náš názor.

V minulém čtvrtletí jsme koupili akcie banky JP Morgan. Z velkých bank světa je podle našeho názoru nejlépe řízená a finančně nejsilnější. Vedla si velmi dobře už během recese v roce 2008, kdy zůstala zisková a nevyžadovala státní pomoc. Tím tvořila mezi velkými bankami výjimku a dá se říct, že to byl rok, kdy nejvíce vynikla. A to i přesto, že z hlediska ziskovosti to byl pro JP Morgan nejhorší rok celého předešlého hospodářského cyklu. Rok 2020 bude zřejmě nejhorší rok tohoto hospodářského cyklu. Zisk výrazně klesne zejména díky velkému nárůstu špatných úvěrů. I přesto by měla JP Morgan letos vydělat hodně peněz a znovu zřejmě vynikne její síla a kvalita. Akcie dobrých bank mohou být velmi výnosným dlouhodobým „compounderem“ a nejlepší doba na jejich nákup bývá právě v dobách recese.

Prodali jsme akcie Babcock. Ačkoliv jsou samy o sobě levné, dali jsme přednost přesunu peněz k agresivnějším investicím do více cyklických společností s větším potenciálem při blížícím se východu z recese. Na těchto akciích jsme něco prodělali, ale naštěstí šlo o menší pozici.

Mnohem lépe jsme dopadli u Credit Acceptance. Využili jsme nedávné příznivé ceny a akcie jsme také prodali. Náš výnos zde činil 133 % a velký byl i v absolutním vyjádření, protože jednu dobu byla Credit Acceptance druhou největší pozicí v portfoliu hned za Berkshire Hathaway.

Ještě vám dlužím jména akcií, které jsme pořídili ještě na konci března. Šlo o Humanu,



Lockheed Martin, Union Pacific a preferenční akcie Teekay LNG Partners.

Jde o velmi silné, vysoce ziskové a mnoha krizemi prověřené společnosti. Lockheed Martin je největší společnost na světě ve svém odvětví a v některých částech svého podnikání má nejen dominantní, ale dokonce i monopolní postavení. Union Pacific je dlouhodobě v pozici ustáleného duopolu a Humana je lídrem ve zdravotním pojištění. Preferenční akcie Teekay LNG Partners byly oportunistickou transakcí těžící z dislokace na trhu ETF během březnového poklesu. Naše investiční teze již zde byla téměř naplněna, akcie však mají stále čistý dividendový výnos 9,5 % a tak si je možná ještě podržíme. Humanu a Lockheed jsme již kdysi měli v portfoliu, Union Pacific je v něm poprvé.

23. března jsme pro vás poprvé uspořádali webinář. Byla to jediná možná forma hromadné komunikace, protože v té době jsme všichni seděli doma zavřeni v karanténě. Přiznávám, že pro mně nebylo jednoduché soustředit se na jeho přípravu a zachovat si chladnou hlavu v prostředí, kdy v celém světě řádí virus, ekonomiky jsou zavřené a akciové trhy jsou ve volném pádu. Chtěli jsme však detailněji rozebrat jednotlivé akcie v portfoliu Vltava Fund s ohledem na začínající recesi. Co jsme tenkrát nikdo ještě netušili, den našeho webináře se ukázal později jako den, kdy propad trhu dosáhl dna. Zcela neplánovaně tak poskytuje zajímavý výchozí bod pro následující tabulku. Tu připojuji pro ty z vás, kteří mají raději čísla než slova a ukazuje výnos akcií v portfoliu Vltava Fund od dne webináře, tedy od 23. 3. 2020 do 30. 6. 2020.

Magna International	86%
Credit Acceptance	79%
Humana	66%
LabCorp	59%
TGP-B	59%
Burford Capital	53%
Teekay LNG Partners	47%
Union Pacific	41%
Alimentation Couche-Tard	37%
BMW pref	34%
Nikkei 225	32%
Samsung Electronics	32%
Lockheed Martin	26%
Markel	24%
WH Smith	19%
Sberbank	18%
S&U	16%
Berkshire Hathaway	11%
Crest Nicholson	4%
JP Morgan	1%
Pro srovnání	
MSCI Global Equity index	35%
S&P 500	39%

Poznámka: Výnosy akcií Humana, Union Pacific a Lockheed Martin jsou měřeny až od 24. 3. 2020 a výnos akcií JP Morgan až od 20. 4. 2020, což jsou dny, kdy jsme je poprvé nakoupili.

Datum 23. 3. 2020 znamenalo opravdu nečekaný předěl. Večer šli investoři spát v depresivní náladě doprovázející panické výprodeje akcií a ráno se probudili do nákupní horečky. Hlavní impulz přišel v prohlášení FED a jeho zahájení masivních nákupů různých typů aktiv. Velice kladné účinky v podobě stabilizace peněžního trhu, dodání všeobecné likvidity a zásobení globálních trhů chybějícími dolary šly ruku v ruce se škodlivými účinky umožňujícími refinancování trvale ztrátových a vysoce zadlužených zombie společností. Právě tyto

akcie si potom v následujících týdnech vedly nejlépe nesený na obrovské spekulativní vlně tažené nebývalou aktivitou retailových investorů (především na americkém trhu), kteří měli v karanténě dlouhou chvíli a své šeky státní podpory vrhli ve velké míře na (podle jejich názoru) jediné otevřené kasino – akciový trh.

Historie náš učí, že tito novopečení „day traders“, kteří považují akciový trh za „risk free money machine“ nakonec o většinu svých peněz přijdou. Už jsem to zažil na vlastní oči několikrát a proto nám ani nedělá žádné obtíže stát stranou tohoto dění. Nemáme žádné nutkání zapojit se s vámi svěřenými penězi do těchto riskantních dostihů a myslím, že byste to ani nečekali. Spekulativní mantra těchto dnů zní „Fundamentals don't matter.“ (Na fundamentech nezáleží.) Představte si, že byste šli nakupovat do svého supermarketu a nad vchodem by vás vítal velký nápis: „Na cenách nezáleží.“ Připadalo by vám to normální? Myslím si, že na cenách (a fundamentech) vždy záleží.

Americký trh je dnes velmi drahý. Podle údajů agentury S&P činí zisk indexu za posledních 12 měsíců 101 dolarů na akcii. Při hodnotě indexu S&P 500 na úrovni 3100 to znamená, že trh se obchoduje za více než 30 násobek zisků. Zisky přitom zatím stále ještě klesají. Pro letošní kalendářní rok se očekávají něco pod 92 dolarů na akcii, což dává trhu PE 33,7. Je jasné, že trh se neobchoduje na základě aktuálních, ale očekávaných zisků. Když si však představím, o kolik by musely vzrůst, aby odpovídaly současným úrovním cen akcií, nezdá se mi to v dohledné době reálné. Zejména pokud nás při případném vítězství Joe Bidena ve volbách čekají vyšší daně. Ty by samy o sobě mohly snížit zisky korporací o nějakých 10-15 %.

Lví podíl na drahosti trhu mají největší americké společnosti Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet a Facebook, které tvoří více než pětinu indexu a jsou mnohem dražší než zbytek trhu. Nejsou přitom zdaleka imunní vůči probíhající recesi a s výjimkou Microsoftu je letos zřejmě čeká pokles zisku. Jsou ale alespoň ziskové na rozdíl od další velmi početné skupiny extrémně drahých a převážně i chronicky ztrátových společností, kam patří například Shopify, Wayfair, Uber, Tesla, Nikola, Beyond Meat, Carvana, Okta, Zoom a další. Držení těchto akcií nemá nic společného s investováním. Je to čisté gamblerství a aplikace „greater fool theory“ v praxi. Tedy spoléhání se na to, že někdo ještě bláznivější tyto akcie ode mě později koupí za ještě vyšší cenu. Přitom je docela pravděpodobné, že některé z těchto společností už za pět let nebudou existovat.

Až tato spekulativní mánie pomine, kromě velkých ztrát mnoha investorům přinese pravděpodobně i kolapsy firem, které jsou založeny buď na podvodu (viz nedávný případ Wirecard), lžích, neufinancovatelných dluhách (Hertz), chronicky ztrátových business modelech či dokonce nulových tržbách. Jejich seznam by mohl být hodně dlouhý, ale našich investic se týkat nebude. Naše investice během poslední doby směřovaly do úplně jiných akcií. Akcií firem, jejichž ceny jsou obhajitelné na základě pečlivé fundamentální analýzy. Najdete je spíše v dolních patrech výše uvedené tabulky. Dobré a konzervativní investice nehledáme mezi společnostmi, ve kterých se investoři euforicky trumfují, kdo dál a výše, ale mezi společnostmi, které většina investorů podceňuje. Je jich překvapivě hodně a řada z nich je velice levná. Kdyby se ceny některých těchto akcií během příštích 2-3 let zdvojnásobily, stále by nebyly ještě drahé.

Protože se domníváme, že vystřízlivění investorů se může dotknout úrovně cen většiny akcií, zahedgovali jsme část portfolia prostřednictvím indexových futures a navíc momentálně držíme část v hotovosti.

Daniel Gladiš, červenec 2020

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund

<https://twitter.com/danielgladis>

Disclaimer:

Tento dokument vyjadřuje názory autora v době, kdy byl napsán a je určen výhradně pro edukativní účely.

Naše odhady a projekce týkající se budoucnosti jsou založeny na důkladné analýze. Přesto mohou být a pravděpodobně i občas budou chybné. Nespolehejte na ně a při svých investičních rozhodnutích vezměte v úvahu i vlastní názor. Odhad vnitřní hodnoty akcie nutně obsahuje prvky subjektivity a může se ukázat jako příliš optimistický nebo naopak příliš pesimistický. Dlouhodobá konvergence ceny akcie a její vnitřní hodnoty je pravděpodobná, nikoliv však garantovaná.

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“).

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

Výnosnost v jakémkoli období v minulosti nemusí nutně znamenat, že podobné výsledky lze očekávat i v budoucnosti. Výnosy u jednotlivých investic jsou neauditované, jsou uváděny v přibližné výši a mohou zahrnovat dividendy i opce.

© Copyright 2020 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.