

TECHNOPÁRTY

V poslední době jsem v různých rozhovorech nebo debatách narazil na otázku, zda současné dění na americkém trhu připomíná rok 1999. Když se pak na toto téma dál bavíme, vždycky zjišťuji, že investorů, kteří mají s trhy na konci milénia zkušenosti, je poměrně málo. Aby totiž někdo byl schopen posoudit šílenosti, které se v roce 1999 na trzích děly, musel by být aktivním investorem minimálně od poloviny 90. let, aby zažil i postupný nárůst tehdejší spekulativní mánie. Současně by měl být investorem až do dneška, aby mohl obě období srovnávat. To v podstatě zužuje kruh na nepřetržitě aktivní investory starší 50 let. Občas si říkám, jestli právě v tom není jádro problému současných trhů. Investorů s těmito zkušenostmi je dnes už poměrně málo. Už jsem před nedávnem někde popisoval následující historku, ale znovu ji zde zopakuji, protože se mi v myšlenkách stále vrací.

Letos na počátku roku, ještě před příchodem viru, jsem byl na jedné investiční konferenci. Tam se jeden z investorů chlubil svými nedávnými výsledky a v souvislosti s tím prohlásil, že Buffett je sice „nice old man“, ale že trhům už moc nerozumí a měl by odejít do důchodu. V následující debatě vyšlo najevo, že onen investor se na trzích pohybuje aktivně od roku 2009, tedy něco málo přes deset let.

To ale v podstatě znamená, že na trzích ještě skoro nic nezažil, protože je na nich jen krátce. Zná jen jedno prostředí a to klesajících a nízkých sazeb, zanedbatelné inflace, dominance pasivního investování a výrazné nadvýkonnosti úzkého okruhu velkých amerických společností. Nikdy například

nezažil rostoucí úrokové sazby, vysokou inflaci, zaostávání amerického trhu za zbytkem světa, změnu měnových režimů, výrazně rostoucí daně, úprk investorů z pasivních fondů do aktivních, vysoké ceny komodit, pády cen zombie společností na nulu, kolapsy ve valuacích kvalitních a ziskových společností, kreditní crunch, kdy je financování na čas nedostupné i firmám s investičním ratingem, trhy, které se dlouhodobě obchodují pod svými průměrnými historickými valuacemi, období, kdy růstové akcie velmi dlouhou dobu zaostávají za hodnotovými akciemi, masivní vlnu bankrotů a provalených podvodů, větší válečné konflikty, vyvlastnění zlata a podobně.

Buffett začal investovat v roce 1941 těsně před útokem na Pearl Harbor a všechny výše uvedené věci zažil, některé i opakovaně. Není to žádný nadčlověk. Dělá občas chyby, stejně jako je dělali třeba i Einstein, Newton nebo Mendel. Ale je těžké si představit, že by tyto 79 let trpělivě akumulované zkušenosti mohly znamenat cokoli jiného než obrovskou výhodu vůči mladším investorům. Možná právě díky nim je Buffett schopen dát si aktuální dění do historického kontextu a srovnání mnohem lépe než kdokoli jiný a není moc pravděpodobné, že by se s postupem času jako investor horšil. Myslím, že část problému současných trhů opravdu spočívá právě v tom, že většina jeho účastníků si neuvědomuje, že má jen poměrně krátkou zkušenost a navíc získanou během období, které je velmi specifické. Jak říká Harry Callahan: „Man’s got to know his limitations.“

1999 a 2020

Mezi dneškem a rokem 1999 vidím několik výrazných paralel. Těmi hlavními jsou masivní spekulace drobných investorů, koncentrace největších společností v indexech, převaha pasivního investování, ospravedlňování přemrštěných cen některých akcií často až směšnými argumenty za současného opomíjení většiny ostatních společností, celková drahost trhu a obvyklé řeči o tom, že na fundamentech (jinými slovy na cenách) nezáleží. Těmto jevům se budu alespoň trochu zjednodušeně věnovat, protože ony dohromady naznačují, jak by mohl vypadat další vývoj a také jak by jim investoři mohli úspěšně proplout.

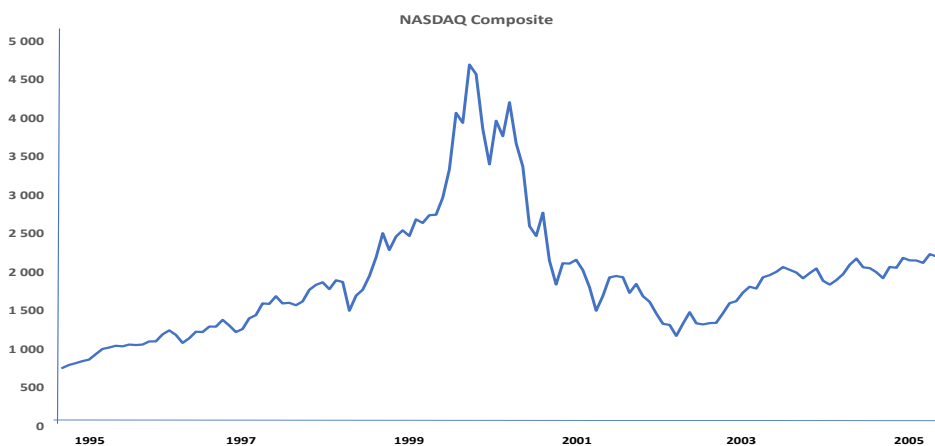
Spekulace drobných investorů

V závěru 90. let se na trzích rozjela neuvěřitelná spekulativní mánie drobných investorů. Do obchodů s akciemi se pustil téměř každý. Lidé často opouštěli svá zaměstnání a dávali se houfně na „day trading“, protože to považovali za jedinou cestu, jak rychle, bezpečně a bez práce přijít k velkým penězům. Akciový trh považovali za „risk free money machine“ a mnohdy si na své spekulace i půjčovali peníze. Jejich spekulace ze zřejmých důvodů směřovaly především do těch nejpopulárnějších a tím pádem i nejdražších

akcií. Tím samozřejmě jejich cenovou bublinu ještě více nafukovali.

Média to celé přižívovala historkami o lidech, kterým se rychle podařilo vydělat hodně peněz. Což se stávat muselo. Když se hodně lidí pustí do hazardu a sázek, někdo z nich vyhrát musí. Koneckonců každý týden někdo vyhraje v loterii. Konec však nebyl šťastný. Index Nasdaq, který byl hlavním měřítkem spekulativní mánie a vzrostl mezi rokem 1995 a březnem 2000 o 400 %, do října 2002 klesl o 78 %. Mnozí ze spekulantů přišli o všechno, a pokud měli štěstí, byli zase zpátky ve svých zaměstnáních.

Dnešek mi připadá jako déjà vu. Lidé uvržení na jaře do karantény měli najednou hodně volného času, méně příležitostí utrácet peníze a díky vládním subvencím často paradoxně i vyšší příjmy. Kasina jim zavřeli, sportovní sázky se také nedaly dělat a tak jediné, z jejich pohledu dostupné kasino, byl akciový trh. Pustili se do něho se stejnou vervou jako před dvaceti lety. První výsledek je stejný jako tenkrát. Masivní růst populárních akcií, jejichž ceny už často dávno nejsou ospravedlnitelné žádnou racionální úvahou. Obávám se, že i konec této mánie bude podobný jako po roce 2000.





Pasivní investování a koncentrace velkých titulů

Jedním z dominantních trendů dnešních trhů je obrovská převaha pasivního investování. Podle analýzy Bank of America bylo přibližně 50 % všech akciových investic v USA v roce 2019 investováno pasivně, tedy především prostřednictvím indexových fondů a ETF. Tento trend se letos ještě výrazně prohloubil a je klidně možné, že až 60 % peněz je dnes investováno pasivně. Zdálo by se, že 40 % aktivně řízených peněz je pořád dost na to, aby zajistily dostatečnou funkci cenotvorby a efektivity trhu. Když se však zamyslíme nad tím, že například v největších společnostech drží jejich zakladatelé velký podíl (v Amazonu, ve Facebooku, v Alphabet, atd.) a tyto akcie nejsou na trhu, potom zjistíme, že takzvaný free float v těchto společnostech se klidně může pohybovat jen kolem 25 %. To je hrozně málo. Další přítoky peněz do pasivních fondů budou znamenat automaticky další nákupy akcií z tohoto omezeného množství. Pokud vezmeme v úvahu fakt, že pasivním fondům nezáleží na tom, za kolik akcie kupují, není se co divit, že výsledkem současné absolutní převahy pasivních investorů na trhu je prudký růst cen právě těch největších společností. Pět z nich (Apple, Microsoft, Amazon, Alphabet a Facebook) dnes tvoří přes čtvrtinu indexu S&P 500. Tak vysoká koncentrace největších společností v tomto indexu ještě nikdy nebyla. Růst cen akcií této velké pětky potom táhne nahoru i celý index. To nevyhnutelně znamená, že většina aktivních investorů za indexem zaostává, protože buď tyto drahé akcie už prodali, nebo jich mají mnohem méně, než jich je v indexu.

Co nám k tomuto vývoji napovídá pohled do historie? Především je dobré si uvědomit, že

přetahování se mezi aktivními a pasivními investory o větší koláč trhu, není nic nového. Tento souboj probíhá už celá desetiletí a je v zásadě cyklický. Chvilí mají navrch jedni, potom zase druzí. Momentálně tedy pasivní investoři.

Když jsem v polovině 90. let ještě jako makléř jezdil po svých amerických klientech, panoval mezi nimi i na trzích celkově jasný názor, že jen blázen by kupoval indexy, protože aktivním výběrem akcií se dá index snadno porazit. A opravdu, většina aktivních fondů tenkrát index porážela. Situace se otočila v závěru 90. let, kdy začal převažovat názor, že nemá smysl vybírat jednotlivé akcie, když stačí přece koupit index Nasdaq, který pořád hodně rychle poroste. Následný kolaps Nasdaqu o 78 % příznivce tohoto trendu vytrestal a až do roku 2010 potom převažoval názor, že je lepší vybírat jednotlivé akcie, než se upnout na indexy. V posledních deseti letech už zase na čas převažuje pasivní investování. Bylo by velmi nebezpečné domnívat se, že dlouholetá cykličnost tohoto vývoje už skončila a že teď už navždy bude pasivní investování dominovat.

Trochu mě děsí představa, co se stane s hlavními indexy a především s jejich největšími komponenty v okamžiku, kdy se z jakéhokoliv důvodu začnou investoři otáčet k pasivnímu investování zády. Na trhu jednoduše není nikdo, kdy by prodeje těchto fondů mohl absorbovat. Kapacita portfolií aktivních investorů je velmi malá. Pokud tvoří jen jednu čtvrtinu až jednu třetinu trhu a pokud drží v průměru přibližně 5 % portfolia v hotovosti, potom jednoduše nemohou zadržet prodejní tsunami, které se na trh může valit z pasivních fondů. Navíc ani nebudou mít ochotu něco takového činit. A jestliže pasivním fondům při nákupech nezáleží na tom, za kolik

jednotlivé akcie kupují, nebude jim záležet ani na tom, za kolik budou jednotlivé akcie prodávat.

Relativní výnosnost aktivně řízených fondů

Stejně jako má cyklickou povahu přesouvání peněz mezi aktivními a pasivními fondy, má cyklickou povahu i relativní výkonnost aktivně řízených fondů ve srovnání s hlavními indexy. Aktivně řízené fondy mají tendenci výrazně za trhy zaostávat v dobách, kdy má navrch trend pasivního investování, a naopak si vedou lépe než trhy v dobách, kdy se investoři od pasivního investování odvracejí. Má to jednoduché vysvětlení. Pokud by měl dnes aktivně řízený fond překonat index, jehož více než čtvrtinu tvoří pět společností, potom by je musel nejen všechny vlastnit, ale musel by jich mít v podstatě ještě více, než kolik jich je v indexu. Výsledkem by bylo velmi koncentrované a velmi drahé portfolio. Většina aktivních správců si uvědomuje, že honit se za indexem za každou cenu znamená, že by bylo potřeba podstupovat neustále větší a větší riziko. To určitě není něco, co od nich jejich klienti očekávají. Dříve nebo později se tedy většina z nich rozhodne stát stranou probíhající spekulativní mánie. Tak je tomu dnes a tak tomu bylo i v roce 1999. Až se na trzích příliv změní v odliv, jejich strategie se většinou dočká ocenění i dobrých výnosů. Aktivně řízené fondy porážely hlavní indexy po většinu první dekády tohoto století, v polovině 90. let, na začátku 80. let a také 70. let. Věřím, že další takové období je před námi.

Ospravedlňování cen některých akcií směšnými argumenty

Jsem už dost starý na to, že si pamatuji doby, kdy se říkalo, že společnost, která má webovou stránku, má obrovskou konkurenční výhodu.

Bylo to myšleno zcela vážně a přitom se to dnes jeví trochu hloupě, i když ve srovnání s jinými příklady poměrně neškodně. Jak ve druhé polovině 90. let postupně narůstala techno bublina v některých akciových segmentech, investoři potřebovali ospravedlnit stále vyšší a vyšší ceny. Projevili při tom neuvěřitelnou kreativitu. Definicí je dáno, že hodnota každé investice závisí na současné hodnotě jejích budoucích toků hotovosti. Co však dělat, když jsou toky hotovosti dlouhodobě záporné? Zkusíme nějaký vysoký násobek zisků, případně nějaké zdeformované hodnoty EBITDA? Pokud ani to nestačí, zkusíme nějaký šílený násobek tržeb, protože to je jediné kladné číslo v celé výsledovce. Co když ale společnost nemá ani téměř žádné tržby? Potom přijde na řadu nová metrika typu kliků na stránku, počtu očních bulv, který stránku uvidí, případně nějaká podoba tak zvaného „total addressable market“, což je obvykle zcela irrelevantní číslo, jehož jediná výhoda je ta, že je hodně velké. Na to se potom přiřítí nějaký velký násobek a dojde se k cílové ceně akcie. Čím vyšší, tím lepší. Čím vyšší cílová cena, tím lepší domnělé vizionářské schopnosti analytika.

Kdo to nezažil, těžko pochopí, jaké šílenosti se tenkrát děly při zdůvodňování cen některých akcií. Dnešek však nezůstává ani o krok pozadu. Některé předkládané „analýzy“ a používané argumenty doslova berou dech. V některých případech mám spíše tendenci vypuknout smíchy. Moc k smíchu to ale celé není, když si uvědomím, že tyto analýzy jsou urážkou samotného slova analýzy, diskreditují celý analytický sektor, a hlavně přinesou masivní ztráty investorům, kteří podle nich investují. Když už dojdou i poslední argumenty ke zdůvodnění některých astronomických cen, prohlásí se, že na fundamentech nezáleží, protože ceny stejně pořád jen porostou. Tento

konkrétní a naivní argument se objevuje znovu a znovu už po celá desetiletí a bývá velmi dobrým kontrariánským indikátorem. Dnes ho slycháme na každém rohu. Na trhu je celá řada takto vybičovaných akcií, jejichž ceny by musely spadnout o 80 %, abychom teprve mohli vést rozumnou diskuzi o tom, zda tyto ceny jsou již přiměřené. Jsou koncentrovány jen v několika málo částech trhu, stejně jako tomu bylo před dvaceti lety. Prožíváme Technopárty 2.

Tři segmenty současného trhu

Celý trh bych rozdělil na tři segmenty. Ten první je tvořen společnostmi s největší tržní kapitalizací. Firmy jako Apple, Microsoft, Amazon či Alphabet jsou po všech stránkách výborné businessy. Jsou vysoce ziskové a mají silnou rozvahu. Jejich jediný problém je v tom, že jsou hodně drahé z důvodů, které jsem popsal výše. Právě vysoké ceny akcií dělají tyto kvalitní akcie riskantními. Argument, že jde o dobré společnosti, totiž sám o sobě nestačí. I na začátku roku 2000 byly na čelních příčkách indexu Nasdaq kvalitní a ziskové společnosti (Microsoft, Cisco, Intel, Oracle či Qualcomm). O dva roky později však jejich ceny byly o 34, 78, 49, 55 a 76 procent níže. Na cenách jednoduše vždy záleží. Stejnou historickou lekcí dávají i tak zvané Nifty Fifty akcie. To byly akcie, které byly v 60. a 70. letech považovány za ty, které je třeba koupit a stále držet téměř bez ohledu na jejich ceny. Jejich následný propad byl pro investory velkým zklamáním. Dnes slycháme podobné argumenty znovu, a proto bych raději byl s investováním do největších společností opatrný. Investoři, kteří jsou přitahováni největšími společnostmi, by se také mohli zamyslet třeba nad tím, že z deseti největších společností v indexu S&P 500 v roce 1999 jich dnes v top 10 zůstal jen Microsoft.

Zcela bych se naopak vyhnul druhému segmentu trhu, který je dnes nejvíce zasažen spekulativní mánií. Před dvaceti lety do takového segmentu spadaly akcie jako například WorldCom, Sun Microsystems, Yahoo, Global Crossing, Nextel či Level 3 Communications. Nejlepší z nich (Sun Microsystems) byl o dva roky později o 82 % níže. Ostatní na tom byly ještě hůře. Mnoho dnešních miláčků trhu dopadne velice pravděpodobně stejně. Jejich seznam by byl hodně dlouhý. Většinou jde spíše o mladší firmy podnikající v některých sexy oborech. Zpravidla hluboce ztrátové. U některých z nich (např. Nikola nebo Tesla) mají investoři z různých důvodů navíc i pochyby o legálnosti jejich podnikání. V tomto segmentu trhu se nachází poměrně hodně společností, jejichž managementům se úspěšně daří vytvářet iluzi atraktivního businessu s velkým potenciálem. Může se jim to delší dobu dařit, ale jakmile trh tento klam prohlédne, přichází rychlý konec. Stačí se podívat na příklady firem jako Theranos, Wirecard či WeWork. Z někdejších domnělých vizionářů v jejich čele jsou dnes páriové. Angličtina má pro tento přístup krásnou frázi „Fake it till you make it.“

Většina spekulantů, kteří tyto akcie vlastní, se vůbec nezabývá jejich fundamenty. Jednoduše prohlásí, že na cenách nezáleží. Rok 1999 ukazuje, že největší chybou v pohledu na tyto společnosti byl přehnaný optimismus ohledně dlouhodobého potenciálu těchto firem a současné podceňování konkurenčních sil. Tato část trhu je dnes extrémně riskantní a reálně zde v mnoha případech hrozí, že investoři přijdou o všechno.

Třetí segment, který je do počtu společností nejpočetnější, tvoří celý zbytek trhu. Jsou to společnosti, kterým se spekulativní mánie

vyhnula, svými výnosy v posledních letech výrazně zaostávají za hlavními indexy a jako celek se jeví jako poměrně levné. Je mezi nimi řada společností, do kterých bychom v žádném případě neinvestovali, ale také celá řada velmi kvalitních, silných a vysoce ziskových firem, u kterých o tom uvažovat smysl má. Kombinace možného budoucího očekávaného výnosu těchto akcií a rizika, které s sebou investice do nich nese, nám připadá mnohem lepší než v prvních dvou segmentech trhu. Čím déle tyto akcie zůstávají na okraji zájmu, tím atraktivnějšími investicemi se stávají.

Co bude dál?

Když dělám srovnání mezi dneškem a vývojem před dvaceti lety, jsem si vědom toho, že věci nikdy nejsou úplně stejné a vždy bude možno nalézt argumenty, proč se tato dvě období nedají srovnávat. Současně si ale myslím, že by byla chyba ignorovat historickou zkušenost, kterou máme, obzvláště když zde evidentně existuje několik společných jevů, které by mohly indikovat následný vývoj. Ten nebyl po roce 1999 pro mnoho investorů dvakrát přívětivý. Celá bublina praskla v březnu 2000. Index Nasdaq potom v dalších dvou letech klesl o více než tři čtvrtiny a index S&P 500 skoro polovinu. Velké propady se nevyhnuly ani největším, nejkvalitnějším a nejziskovějším společnostem, tehdejší období dnešního prvního segmentu. V druhém segmentu trhu potom byla celá řada společností, jejichž ceny poklesly o více než 90 %, a spousta z nich zbankrotovala. Třetí segment jako celek si vedl relativně dobře. Aktivní manažeři, kteří se vyhnuli největším spekulativním akciím, si během následného poklesu trhu v letech 2000-2002 vedli velmi dobře a skoro po celou následující dekádu potom aktivní správci překonávali index. Myslím, že americké trhy

čeká znovu něco podobného. S ohledem na toto očekávání je sestaveno i celé naše portfolio.

Na každého investora působí mánie, která na trzích probíhá. Zapojit se do ní může být lákavé a je to i velice jednoduché. Nevyžaduje to žádnou práci, ani přemýšlení. Stačí koupit ty nejpopulárnější tituly, skrýt se v davu a doufat, že někdo hloupější je ode mě koupí za vyšší cenu, než se to všechno sesype. Mnohem těžší je tomu odolávat. Analyzovat střídmě každou investiční příležitost, brát v úvahu investiční riziko, jehož klíčovým parametrem je právě cena, a 99 % analyzovaných akcií zamítnout. Věděli jsme od počátku, že naše rozhodnutí nenechat se zlákat do spekulací s penězi, které jste nám svěřili, povede nějakou dobu k výnosům, které budou nižší, než jsou výnosy hlavních indexů. Ta doba se klidně může zdát někomu nekonečná a může některé pozorovatele dovést k závěru, že jsme nekompetentní. Tak už to prostě bývá. Pokud ale můžu mluvit za sebe, mnohem raději budu kritizován za investiční opatrnost a nechotu jít s rozvášněným davem, než abych byl označován za gamblera, který vrhá klientské peníze do riskantních a neospravedlnitelných spekulací. Něco takového je pro nás naprosto nepředstavitelné.

Není možné odhadnout, kdy se současné hlavní trendy na trzích změní. Možná se začaly měnit před měsícem, na což by ukazovaly zářijové poklesy některých hlavních titulů. Na konci září byly akcie Apple o 16%, Netflix o 13 %, Nvidia o 8 %, Facebook o 14 %, Amazon o 11 %, Alphabet o 15 % a Microsoft o 9 % níže, než kolik činila jejich nedávná historická maxima. Index S&P 500 přitom během září poklesl jen o 4 %. Možná si investoři uvědomili, jak drahé tyto akcie jsou. Možná to byl jen přechodný

záchrav a všechno leží teprve někde před námi. Změna trendů by mohla konkrétně přinést celkový pokles hlavních amerických indexů, relativní zaostávání prvního segmentu za třetím segmentem trhu, dramatické propady akcií v druhém segmentu, uvědomění si rizik souvisejících s pasivním investováním, mnohem větší procento aktivních investorů porážejících index a možná také zaostávání amerického trhu za zbytkem světa. Jinými slovy, úplně jinou podobu akciových trhů, než jakou známe dnes.

Zde by mohla být vznesena námitka, že naše představy o dalším vývoji na trzích jsou příkladem „přání otcem myšlenky“, protože jejich naplnění by pomohlo našim akciím. Ano, určitě by jim pomohlo. Ale ta kauzalita je opačná. Naše portfolio neformuje naše představy o budoucím vývoji na trzích. Jsou to naše představy o vývoji na trzích, které formují naše portfolio.

Taky bych byl nerad, kdyby vznikl dojem, že jsme nějak apriori negativně vymezení vůči technologickým akciím. To vůbec ne. Od roku 2009 vlastně v podstatě nepřetržitě nějakou vlastníme. Postupně šlo o Ebay, Oracle, Seagate, Apple, Microsoft, znovu Oracle, Hewlett Packard, IBM a Samsung. S výjimkou IBM, kde jsme prodělali asi 6 %, byly všechny velmi ziskové. Byl ale rozdíl kupovat například Microsoft v roce 2010 s PE 10 ve srovnání s dneškem, kdy se obchoduje s PE 35. Tenkrát převažoval na trhu názor, že Microsoft už nemá světu co dát a postupně spěje do zapomnění a investici do Microsoftu jsme proto museli často obhajovat. Dnes převládá názor, že Microsoft bude navždy patřit mezi dominantní společnosti světa. První z těchto názorů dělal akcii velmi levnou a ukázal se jako chybný. Jestli je současný optimismus a cena akcie přiměřená

budoucímu vývoji, se teprve ukáže. V každém případě je laťka nastavena dost vysoko. Myslím, že máme nastudováno a zanalyzováno minimálně 50 předních technologických firem a sledujeme i nově příchozí (např. nedávný Snowflake či Palantir). Jakmile se nějaká z těch, které se nám líbí, bude obchodovat za atraktivní cenu, nic nestojí v cestě tomu, abychom ji zařadili do portfolia.

Změny v portfoliu

Během minulého čtvrtletí jsme koupili jednu novou pozici - CVS Health Corporation. Je to poměrně velká americká společnost s tržbami přibližně na úrovni firmy Apple. CVS podniká ve zdravotnictví. Zjednodušeně se její business dá rozdělit do tří oblastí - sítě lékáren, služeb, kterým se říká „pharmacy benefit management“ a zdravotního pojištění.

CVS sledujeme hodně dlouho. Naši pozornost jsme zvýšili v roce 2018, kdy CVS koupila zdravotní pojišťovnu Aetna, přímého konkurenta společnosti Humana, do které jsme poprvé zainvestovali v roce 2009. Nový integrovaný business model CVS se nám líbí, ale jak už to bývá, velká akvizice s sebou nese často problémy. Většinou se ukáže, že byla předražená, přinesla velký dluh a často se objevují i integrační problémy. Rozhodli jsme se počkat, jak se věci vyvinou. Dnes jsme o dva roky dále, integrace zásadní problémy nepřinesla, dluh poměrně rychle klesá a cena akvizice je něco, co je dávno obsaženo v ceně akcie. Ta je dnes přibližně na stejné úrovni jako v roce 2013 a to i přesto, že zisk na akcii je dnes dvojnásobný. CVS jsme kupovali za 7,5 násobek letošního zisku a s dvojciferným výnosem volného cash flow.

Při pohledu zpět se dá říct, že třetí čtvrtletí bylo na trzích o poznání nudnější než první polovina



roku. Nejhorší okamžiky recese jsou zřejmě za námi, ale její dopady budou ještě nějakou dobu na trhy a firmy na nich doléhat. Některé ze společností, které držíme, zřejmě letos dosáhnou největších zisků ve své historii. U jiných se recese promítne do ziskovosti negativně. Souhrnně vzato bych řekl, že náš pohled na společnosti, které držíme, je o něco optimističtější než před třemi a o hodně optimističtější než před šesti měsíci. I z toho důvodu jsme během léta navýšili pozice asi v polovině akcií, které držíme. Celé naše portfolio se dnes obchoduje přibližně s PE 10. Je to dáno mimo jiné také tím, že více než polovina portfolia je investována mimo USA. Když lidé mluví o trhu, často tak nějak implicitně mají na mysli ten americký. Polovina celé globální tržní kapitalizace se však nachází v jiných zemích a na to nesmíme zapomínat. Neamerické trhy nejsou postiženy zdaleka takovou spekulativní mánií jako ten americký a ani pasivní investování tam není tak rozšířené. Tyto trhy jsou také mnohem levnější. Když jsme spustili Vltava Fund v roce 2004, po několik let

americké indexy výrazně zaostávaly za zbytkem světa. Za Evropou i emerging markets. Toto se klidně může znovu stát.

Celkově si stále myslím, že akciové trhy půjdou postupně mnohem, mnohem výše. Ideologická revoluce ve finanční a monetární politice, kterou jsme letos prožili, a především trvalá monetizace velkých rozpočtových schodků, mohou poslat časem trhy do dnes nepředstavitelně vysokých úrovní. Budou tím výše, čím rychleji se bude dařit vládám a centrálním bankám v jejich úsilí o znehodnocování měn (viz můj minulý dopis akcionářům nazvaný „Protržená přehrada“). Na tom se nic nemění. Jen to na trzích bude vypadat asi trochu jinak, než na co jsme byli zvyklí v posledních letech.

Pozvánka na konferenci

V listopadu pořádám spolu s Lenkou Schánovou již 7. ročník České investiční konference. Všichni jste opět srdečně zváni! Těšíme se na vás 9. - 10. 11. v hotelu Pyramida v Praze! Program a registrace zde: www.ceskainvesticnikonference.cz

Daniel Gladiš, říjen 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 jakékoli publikaci, není možné jej dále šířit, distribuovat, ani kopírovat bez předchozího písemného souhlasu Vltava Fund SICAV, plc.