

BOOM?

Toto je můj čtvrtletní Dopis akcionářům s pořadovým číslem 46. (Než jsem je začal psát, tedy během prvních šesti let existence Vltava Fund, psal jsem vám jen roční dopisy.) Je to taková má celoživotní kniha na pokračování, ke které každé čtvrtletí přibývá jedna kapitola. Po pravdě řečeno, obsah některých z nich si vybavuji už jen ztěží. Některé si však pamatuji velmi dobře a to i včetně okolností, při kterých jsem je psal.

Jedním z těch, které mi dobře utkvěly v paměti, je dopis s číslem 42 nazvaný *Zavirované trhy*. Psal jsem ho přesně před 365 dny, týden před koncem března 2020, tedy v době, kdy byl svět nově zasažen pandemií, ekonomiky byly zavřené, všichni jsme seděli doma v lockdownu a trhy byly ve volném pádu. Přiznávám, že nebylo snadné soustředit se na psaní a formulovat myšlenky, aniž by nebyly příliš ovlivněny velkými emocemi jak na trzích, tak v běžném životě.

Věděl jsem, že se s velkou dávkou pravděpodobnosti dá říct, že trhy jsou levné a v závěru tehdejšího dopisu jsem napsal toto:

„Moje osobní zkušenost je kratší a začíná až rokem 1993. Zažil jsem řadu krizí. První hned v roce 1994, pak mexickou 1995, asijskou 1997, ruskou 1998, dot.com 2000 a tak dále. Podle mého názoru za celých těch 27 let bylo na trzích jen jednou více levnějších investic a ve větším rozsahu než letos na konci března a to na začátku roku 2009.“

Co jsem samozřejmě nevěděl a ani vědět nemohl, že jsem to napsal přesně v den, kdy trhy dosáhly svého dna a prudce se otočily nahoru. NAV Vltava Fund během následujících 365 dní (23. 3. 2020 – 23. 3. 2021) poskočilo

nahoru téměř o 90 % a to bych ani s vědomím toho, že trhy i samotné akcie, které jsme vlastnili, byly levné, nečekal. (Jak jsem již popisoval dříve, část tohoto růstu i část předchozího poklesu jste nemohli zaznamenat, protože v posledním týdnu března 2020 naše portfolio poskočilo výrazně nahoru ještě před tím, než bylo na konci měsíce spočítáno NAV fondu.) Věděl jsem, že takový růst NAV je možný, ale přikládal jsem tomu malou pravděpodobnost. Mnohem pravděpodobnější se mi jevílo, že trhy budou ještě chvíli dále klesat a následné zotavení bude pozvolnější. Výnosům během krátkých období, jako je jeden rok, nepřikládám velkou důležitost, protože prvek náhody v nich obsažený může být příliš velký. V tomto případě byl navíc i výchozí bod poměrně nízko a nahrával dobrému výsledku. Je to však pěkný příklad toho, jak je těžké odhadovat budoucnost. Zkušenosti nás vedou spíše k závěru, že naše vlastní odhady, stejně jako odhady jiných investorů, ohledně budoucnosti budou téměř vždy nepřesné. Dopředu nebudeme vědět ani jak moc, ani kterým směrem se budou lišit od skutečnosti. Jak ukazuje poslední rok, vývoj může být stejně tak mnohem lepší jako horší, než jaká jsou naše očekávání.

Investování se však vždy týká pouze budoucnosti a investiční úvahy proto musí do budoucnosti směřovat. S vědomím toho, že se můžeme hodně mýlit, pokusím se nastínit náš pohled na nejbližší budoucnost.

Ekonomický boom?

Domnívám se, že se blížíme období výrazného globálního ekonomického boomu. Dlouho jsme to slovo neslyšeli a skoro se ho až zdráhám

vysslovit, ale myslím si, že nás teď zřejmě opravdu čeká. S jednou podmínkou, a sice že očkování dokáže Covid dlouhodobě a trvale ve světě potlačit. Paradoxní je, že tyto řádky píšu zavřený doma v lockdownu bez možnosti svobodně překročit hranice katastru obce. Naše země je však jen zanedbatelný zlomek globální ekonomiky a na světové dění a akciové trhy nemá žádný vliv. Když se rozhlédneme dále, náznaky toho, co přijde, jsou na mnoha místech vidět. Nejdále zatím došel Izrael. Více než 60 % obyvatel Izraele již obdrželo alespoň jednu dávku vakcíny a tato země se stane první zemí, která proočkuje téměř celou populaci. Bude také první, z níž budeme moci čerpat data o krátkodobé i dlouhodobé účinnosti očkování.

V Evropě je nejdále Velká Británie, která v tomto případě výrazně těží z toho, že už není členem EU. Zajistila si včas vakcíny a proočkovala už přes 45 % populace. Zatímco v EU se s očkováním pořád více méně teprve začíná, Británie už postupně ruší všechna covidová omezení. USA jsou jen o něco málo pozadu a také již postupně normalizují běžný život. K těmto lídrům se budou postupně přidávat další a další země.

Normalizace běžného života bude mít obrovský vliv na chování domácností a na jejich spotřebu. Kamarád žijící v Londýně mi popisoval, jak se mezi lidmi dramaticky zlepšila nálada poté, co Boris Johnson v závěru února oznámil harmonogram postupného rušení různých omezení. Není se čemu divit. Zkuste si sami představit, co byste dělali, kdyby vám bylo zítra oznámeno, že můžete dělat vše, co dříve, a že je to bezpečné. Polila by vás dobrá nálada a optimismus a pustili byste se zřejmě do věcí, které vám byly rok odpírány. Ať už dáváte přednost tomu či onomu, vždy by to s sebou neslo zvýšené výdaje.

To je přesně to, co očekáváme. Postupně dozrívající recese byla neobvyklá v tom, že během ní v mnoha zemích výrazně narostly vklady obyvatel, často až do gigantických rozměrů. Bylo to způsobeno velkými dávkami ze strany státu v kombinaci s omezenými možnostmi k utrácení. Nahromaděná neuspokojená poptávka, neuspokojené tužby lidí, silný psychologický efekt nově nabyté svobody a stále neutuchající obrovské rozpočtové stimuly velmi pravděpodobně spustí velký spotřební boom. Historie zná podobné případy například v poválečných obdobích a podle nich se dá očekávat, že se výrazně zvýší rychlost obrátky peněz. Nahromaděné přebytky úspor se rychle dostanou prostřednictvím prudce rostoucí spotřeby do ekonomiky. Ve všech částech světa najednou.

Synchronizovaná globální ekonomika

Další zvláštností současné recese je totiž to, že zesynchronizovala celou globální ekonomiku. Mnohem typičtější je situace, kdy některé části globální ekonomiky rostou, jiné klesají nebo stagnují a motor globálního růstu se přelévá z místa na místo. Loňská pandemie však zasáhla celou globální ekonomiku najednou a přivedla hlubokou recesi, které se skoro nikdo nevyhnul. Dobře je to vidět například na poptávce po ropě, která klesla ze 102 mil. barelů denně na konci roku 2019 na 81 mil. barelů v průběhu druhého čtvrtletí roku 2020.

Spouštěčem recese byl náhlý příchod pandemie a spouštěčem nového ekonomického boomu bude při úspěšné vakcinaci postupná normalizace života a otevírání ekonomik. Je tedy pravděpodobné, že výrazný ekonomický růst nastane znovu synchronizovaně ve většině globální

ekonomiky. Otázkou je, zda je na to ekonomika připravena a jaké vedlejší účinky to bude mít.

Je docela pravděpodobné, že globální ekonomika se z fáze nejhlubšího propadu od druhé světové války loni na jaře za krátký čas ocitne ve fázi výrazného přehřívání. Určité náznaky jsou viditelné už dnes. Například rostoucí ceny komodit v čele s ropou. Poptávka po ní by se mohla na konci roku dostat na nové historické maximum a měla by dlouhou řadu let dále růst. Někteří analytici se dokonce domnívají, že jsme na začátku dlouhého komoditního supercyklu. Ten předchozí začal v roce 1996 a vyvrcholil v roce 2008. Po dvanácti letech sestupné fáze cyklu možná loni na jaře započal nový supercyklus.

V poslední době jsme také zaznamenali nedostatek polovodičů, rostoucí ceny dřeva, plynu, zemědělských komodit, stříbra, mědi, železné rudy a obrovské nárůsty cen lodní dopravy. Čím dál častěji se také objevují zprávy o tom, že výroba v různých oborech nestačí uspokojovat vracející se poptávku doprovázenou navíc ještě potřebou navýšit zásoby. Když k tomu přidáme pokračující obrovské stimuly ze strany států kvůli rekordně vysokým rozpočtovým deficitům a rychle rostoucí peněžní nabídce, máme tady poměrně výbušný koktejl.

Je pravděpodobné, že dramatický skok ve spotřebě a celková poptávka mnohde přesáhne možnosti a kapacity nabídky. Výsledkem může být, že inflace v cenách aktiv se začne výrazněji přelévat do inflace spotřební a to přinese růst úrokových sazeb na delším konci křivky. Když lidé uvidí, že ceny rostou, bude jejich spotřební aktivita ještě více vybuzena a v prostředí hlouběji se propadajících reálných sazeb doslova nebudou ochotni držet žádnou větší

hotovost. Tedy v zásadě to, co jsme popisovali v minulém Dopise akcionářům nazvaném *Inflace*.

Co to udělá s akciemi?

S podobnými makro ekonomickými úvahami souvisí jeden zásadní problém. I kdybychom měli jistotu, že nás čeká zmíněný ekonomický boom, nemohli bychom s určitostí říct nic o tom, jak si povedou akciové trhy. Vztah mezi růstem ekonomiky a růstem akcií rozhodně není přímočarý. Jak jsme viděli loni, akcie mohou během recese růst i klesat a stejně tak mohou růst i klesat během ekonomického růstu. V našich současných investičních úvahách se proto neopíráme o makro prognózy, ale soustředíme na dvě jiné věci. Na ziskovost jednotlivých firem a na vývoj úrokových sazeb.

Patříme do staré investorské školy, která se domnívá, že cílem podnikání není něco narušovat nebo růst za každou cenu. Cílem podnikání podle nás je dosahovat zisku, výnosů kapitálu vyššího, než jsou jeho náklady a to všechno za současného konzervativního financování. Takto se snažíme vybírat společnosti do portfolia Vltava Fund. Jsou vysoce ziskové, dobře zavedené, mají atraktivní výnosy kapitálu, efektivní alokaci aktiv a konzervativní financování. Právě jejich současná a budoucí ziskovost je hnacím motorem růstu jejich hodnoty.

V prostředí ekonomického boomu se dá očekávat, že jejich zisky i nadále porostou solidním tempem. Automaticky to však zaručeno není, protože prudká ekonomická expanze s sebou určitě přinese i rostoucí náklady, větší konkurenci a kapacity v odvětví, větší potřebu investic, vyšší cenu kapitálu, vyšší daně a podobně. Proto se snažíme i na

optimistickém makro pozadí o mikro přístup a analyzujeme jednotlivé společnosti samostatně. Ekonomická expanze může výrazně zamíchat kartami a včerejší lídři trhu nemusí být i těmi zítřejšími.

Vliv úrokových sazeb

Výběr dobrých společností je jen první krok. Tím druhým je postarat se o to, abychom za ně neplatili příliš mnoho. Na tento druhý krok se často zapomíná, a přitom je zcela nesporné, že investice, která je dobrá při ceně A, může být doslova idiotská při ceně B. Oceňování společností není přírodní věda, která by mohla doručit objektivně přesné výsledky. Vždy jde jen o odhad a navíc s velkou dávkou subjektivity. Vyhnout se mu však nedá.

Hodnota každé investice se rovná současné hodnotě budoucích toků hotovosti. To říká definice. Slovo „současné“ znamená, že budoucí toky hotovosti je potřeba diskontovat přiměřenou diskontní úrokovou mírou. Při našem oceňování společností používáme diskontní míru mnohem vyšší, než jsou současné úrokové sazby, a zřejmě i vyšší, než jaké používá většina investorů. Vidíme v tom určitou míru konzervatismu, vyšší laťku a také menší nutnost spoléhat se na odhady sahající do daleké budoucnosti. Myslím si, že řada investorů používá zejména u růstových společností příliš nízké diskontní sazby a tak trochu oklikou se tím alespoň částečně snaží ospravedlnit jejich vysoké ceny. Nízké úrokové sazby přikované centrálními bankami k nule a diskontní sazba pro oceňování dlouhodobých rizikových aktiv jsou přitom dvě zcela odlišné věci.

Ať už používají investoři diskontní sazby nižší či vyšší, při jejich konstrukci vždy podstatnou roli hrají úrokové sazby a to spíše ty na delším konci

výnosové křivky. Čím vyšší úrokové sazby, tím vyšší diskontní míra a tím nižší (ceteris paribus) současná hodnota investice. Pokud nás opravdu čeká globální ekonomický boom, dají se spolu s rostoucí inflací očekávat i tlaky na růst úrokových sazeb. Úrokové sazby působí na ceny aktiv jako gravitace. Čím jsou vyšší, tím silněji je drží při zemi.

Růst úrokových sazeb zasahuje všechna aktiva. Kromě akcií také dluhopisy, nemovitosti, zlato a další. Ne však všechna stejně. Vliv rostoucích úrokových sazeb například na cenu dvouletého státního dluhopisu bude malý. Mnohem větší bude na cenu desetiletého a ještě mnohem větší na cenu třicetiletého státního dluhopisu. Je to dáno tím, že dluhopisy s delší dobou splatnosti mají delší tak zvanou duraci a vliv rostoucích sazeb na ceny dluhopisů je tím větší, čím větší je jejich durace. Akcie jako aktiva s teoreticky neomezenou životností mají rovněž vysokou duraci. Existuje celá řada studií, které se pokoušejí odhadnout duraci akcií. Odhady se samozřejmě od sebe liší, ale zhruba se pohybují někde na úrovni okolo 25 let. To je poměrně hodně a znamená to, že ceny akcií jako celku jsou na výši úrokových sazeb velmi citlivé.

Nejvíce postiženy budou akcie s nejvyšší durací. To jsou ty, jejichž aktuální či bezprostřední volné cash flow je malé nebo dokonce záporné a teprve se u nich očekává, že výrazně poroste ve vzdálené budoucnosti. Naproti tomu akcie, které již dnes produkují vysoké volné cash flow, mají díky tomu duraci mnohem nižší a jsou na růst úrokových sazeb proto méně citlivé. Naše portfolio se skládá spíše z akcií, které mají tuto charakteristiku a mají svou duraci spíše nižší. Ani ony se však jako celek vlivu růstu úrokových sazeb nevyhnou. Jsou mezi nimi ale i takové, které by měly z rostoucích sazeb těžit. Růst



sazeb a zejména těch na delším konci křivky by například pomohl bankám tím, že by tlačil nahoru výši jejich úrokové marže. V našem portfoliu jde o JP Morgan a Sberbank. Také by pomohl pojišťovnám, které drží velké investiční portfolio dluhopisů a průběžně ho reinvestují. V našem portfoliu jde o Markel a Quálitas Controladora. Také společnosti, které mají mnohem více hotovosti než dluhů (např. Samsung nebo Berkshire Hathaway) by si měly i nadále vést dobře. Nejen proto, že rostoucí úrokové sazby jim nebudou dělat větší problémy, ale také proto, že jejich finanční síla a stabilita jim dává dobrou schopnost adaptovat se na měnící se podmínky. Tuto vlastnost si u jednotlivých společností ceníme ve světě, který vždy byl a vždy zůstane nepředvídatelný, hodně vysoko.

Dvě protichůdné síly

Při pravděpodobném nastupujícím globálním ekonomickém boomu by tedy na trzích proti sobě působily dvě zásadní protichůdné síly. Rostoucí zisky firem a rostoucí inflační tlaky přinášející růst úrokových sazeb. Všeobecná ekonomická expanze vytvoří prostor pro růst zisků společností obecně i těch v našem portfoliu. Ziskovost společností se dotkla cyklického dna loni ve druhém čtvrtletí a od té doby stoupá. Dá se očekávat, že i nadále bude poměrně výrazně stoupat. Tento trend by měl tlačit hodnotu akcií směrem vzhůru a v mnoha případech i jejich ceny.

Proti tomu by měl proti ocenění akcií působit námi očekávaný růst úrokových sazeb. Ty se také dotkly svého cyklického dna před rokem a od té doby postupně rostou společně s inflačními očekáváními. Akciové trhy často ve svých cenách začnou předvídat budoucí vývoj mnohem dříve, než je viditelný v ekonomických

statistikách. Myslím si, že tak je tomu i nyní, a jevy, o kterých píšu výše, začal trh promítat do cen akcií již od počátku září loňského roku. V Dopise akcionářům, který jsem psal koncem září, jsem popisoval, že charakter trhu se počátkem září výrazně změnil. Zpočátku si toho všiml málokdo, v posledním čtvrtletí roku 2020 již byla změna nesporná a v prvním čtvrtletí letošního roku už o ní mluví všichni.

Nechci opakovat něco, co jsem napsal již dříve, takže vás pro připomenutí jen odkážu na poslední dva odstavce z minulého Dopisu akcionářům. Zdá se, že velká rotace investorů z předražených a často hluboce ztrátových společností (akcií s dlouhou durací) do levných a vysoce ziskových společností (akcií s kratší durací) nabírá na tempu. Věříme, že tento trend má ještě hodně dlouhou cestu před sebou, protože velmi prospívá cenám akcií, které držíme.

Změny v portfoliu

V portfoliu Vltava Fund došlo v prvním čtvrtletí k jediné menší změně. Prodali jsme akcie Union Pacific. Byla to jedna ze tří akcií, které jsme koupili před rokem na dně trhu. I když z pohledu PE to byl jeden z našich nejdražších nákupů vůbec, i tak si vedly akcie celkem dobře, a když stály na začátku letošního roku skoro o 90 % více, rozhodli jsme se realizovat zisk a peníze použít na atraktivněji oceněné akcie.

Když už je řeč o PE, tak zde je pár čísel. Celé portfolio Vltava Fund mělo podle našich propočtů ke konci března PE 12,7 a dále ROE (Return on equity) 20 % a dividendový výnos upravený o odkupy vlastních akcií 3,7 %. To všechno vztaheno k hospodářským výsledkům za posledních 12 měsíců, tedy za období zahrnující nejhlubší globální recesi od Druhé světové války. Jak zisky, tak dividendy či odkupy



vlastních akcií jsou recesí negativně poznamenány. (Myšleno jako průměr. Například zisky LabCorp nebo Quálitas Controladora loni díky recesí vystřelily prudce nahoru.) Nízké ocenění samo o sobě nemůže zaručit, že naše akcie nemohou klesnout. Nejenže mohou, ale také mnohokrát v budoucnu i výrazně poklesnou. To je jedna z mála jistot, kterou na trzích máme. Spíše tím chci říct, že z dlouhodobého hlediska zůstávají v našich očích i na základě cyklicky nízkých zisků atraktivně oceněny a že v jejich cenách je spekulativní prvek zastoupen jen velmi omezeně. Podle konsenzuálních odhadů analytiků by během následujících 12 měsíců měly zisky našich společností stoupnout přibližně o 17 %. Nezanedbatelný není ani ten fakt, že pokud z této úvahy vyloučíme banky, kde poměřovat hotovost a dluh nedává moc

smysl, pak společnosti, které vlastníme, mají dohromady mnohem více hotovosti než dluhů.

I přes výrazný růst akciových trhů za poslední rok, stále na nich existuje řada atraktivních příležitostí. Do karet nám trochu hraje i lidská povaha. Davy investorů se často honí za populárními akciemi, žhavými IPO nebo tajemnými SPAC a zcela stranou ponechávají akcie, které jim připadají nudné a málo sexy. Typickým příkladem této kategorie je naše dlouhodobě největší pozice Berkshire Hathaway. Od doby, kdy jsme ji poprvé koupili, stoupla její cena skoro na čtyřnásobek a přitom zůstává dnes stejně podhodnocená jako tenkrát. Při současném tempu odkupu vlastních akcií a výši hotovosti v Berkshire Hathaway je mým hlavním přáním jako akcionáře, aby její akcie zůstaly co nejdéle co nejnižší.

Daniel Gladiš, duben 2021

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

Sledujte www.facebook.com/vltavafund a <https://twitter.com/danielgladis>

Fond je licencován Malta Financial Services Authority (MFSA) jako Alternative investment fund .

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.

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.



Data potřebná pro sestavení tohoto dokumentu jsou čerpána ze spolehlivých zdrojů, nemůžeme však garantovat jejich stoprocentní bezchybnost nebo přesnost.

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 jakákoliv nabídka k prodeji nebo úpisu nebo výzva

k nabídce koupě či úpisu cenných papírů fondu, ani jako investiční doporučení týkající se zmíněných konkrétních akcií.

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.

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 zapsán 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 2021 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.