

VÁLKA

Když jsem před třemi měsíci psal předchozí dopis akcionářům, vůbec mě nenapadlo, že ten dnešní budu psát v situaci, kdy nedaleko našich hranic zuří válka. Ano, retrospektivně lze říct, že tomu řada věcí nasvědčovala, nicméně i přesto jsme až do poslední chvíle odmítali uvěřit tomu, že se někdo odhodlá k něčemu tak barbarskému, jako je plnohodnotná vojenská invaze na území cizího státu. V Evropě, ve 21. století a v zásadě bezdůvodně a zcela svévolně.

Válka je velmi emotivní záležitost a můžu říct, že na jejím pozadí ani nemáme občas moc chuti přemýšlet nad akcemi. Je to však naše profese a tak musíme. Otevřeně přiznávám, že je to situace, ve které jsme poprvé. Během 30 let mé investiční kariéry proběhlo více válečných konfliktů v různých regiorech i několik vážnějších teroristických ataků a lze z nich čerpat ponaučení pro investování. Každá tato událost je však poměrně specifická a historické paralely dalšího vývoje nemusí proto být moc směrodatné. V dalším textu chci popsat naše úvahy ohledně dopadů války na Ukrajině na oblasti, které jsou pro naše investování důležité. Všechny tyto úvahy vycházejí mimo jiné ze dvou základních předpokladů. Zaprvé, že válka na Ukrajině bude trvat poměrně dlouho a zadruhé, že zůstane regionálním konfliktem.

Dopad kolapsu ruské (a ukrajinské) ekonomiky na globální ekonomiku

Pokud se Putinovi něco podařilo, tak je to prakticky ze dne na den zcela rozložit fungující domácí ekonomiku. Něco takového jsme asi ještě neviděli a možná už ani nevidíme. Rusko utrpělo a nadále bude trpět velkým poklesem HDP, vysokou inflací, propadem měny,

kolapsem zahraničního obchodu, napůl nefunkčním bankovním systémem, absencí zahraničních investic, omezením životně důležitého exportu komodit a stejně životně důležitého dovozu technologií. Ruská ekonomika naštěstí není moc velká. Je přibližně stejně velká jako ekonomika tří zemí Beneluxu a zaujímá jen asi 1,3 % světové ekonomiky. Dokonce, i když k tomu přidáme ukrajinskou ekonomiku, kterou bohužel také čeká enormní propad HDP, stále se pohybujeme pod 2 % světové ekonomiky.

Přímý dopad na globální ekonomiku by tedy na první pohled nemusel být velký. Bohužel to komplikuje disproporční důležitost Ruska na trhu komodit, především s ropou. Trh s ropou byl už před válkou poměrně napjatý kvůli kombinaci dlouhodobě rostoucí poptávky a řady let nízkých investic na straně nabídky. Volné kapacity těžařů jsou naprosto minimální a tak výpadek dodávek ruské ropy na trh, ať už díky sankcím či díky logistickým problémům, by uvrhl trh s ropou do výraznějšího deficitu a ceny by mohly lehce překonat nejen dosavadní maximum 145 dolarů za barel z roku 2008, ale klidně i dosáhnout o inflaci upraveného ekvivalentu kolem 200 dolarů za barel. Dá se tedy přirozeně očekávat, že válka bude mít globální staglační účinek. Bude tlačit inflaci nahoru a ekonomický růst dolů. Koneckonců, můžeme to již pozorovat i v každodenním životě.

Ropa není jediná komodita, která bude mít tento účinek. Stejně budou působit ve větší či menší míře i další komodity, v nichž je Rusko důležité. Pšenice, nikl, hnojiva, platina, palladium, obohacený uran, uhlí, hliník, ale především plyn. Kvůli jeho vysoké ceně se dá

čekat i výrazný nárůst cen potravin zejména kvůli vysoké ceně hnojiv, pro něž je plyn klíčovou komoditou. Za zmínku také stojí, že jak Ukrajina, tak Rusko jsou velkými pěstiteli a vývozci pšenice. Trochu se nabízí vzpomínka na Arabské jaro před deseti lety. Jednou z rozbušek byly tenkrát také rychle rostoucí ceny základních potravin.

Nepřímý dopad na finanční instituce a trhy

Určitou neznámou je expozice finančních institucí, bank, pojišťoven, leasingových společností, investičních fondů a korporací v Rusku. Na konci minulého roku drželi zahraniční investoři 62 miliard dolarů ruského státního dluhu, 86 miliard dolarů akcií a celkový zahraniční dluh ruských entit ve výši 381 miliard dolarů. Zahraniční banky (v čele s evropskými) mají jen přímou ruskou expozici ve výši 90 miliard dolarů a mnohem větší nepřímou expozici. Velká část těchto aktiv je dnes ve velkém cenovém propadu, zcela nelikvidní, či v defaultu. Ruské banky jsou pod velkými sankcemi a jejich schopnost vymáhat své pohledávky a platit své závazky je velmi omezená. Není proto vyloučeno, že na trzích může dojít k šokovým vlnám způsobeným problémy s likviditou. Velké pohyby cen komodit také vytvářejí tlak na investory a obchodníky, kteří s nimi obchodují. Události kolem obchodování s niklem na London Metal Exchange jsou toho důkazem.

Další dlouhodobý dopad

Pokud se Putinovi ještě něco podařilo, tak to je sjednotit proti sobě většinu západního světa a přimět ho k přehodnocení některých dosavadních postojů. Dá se očekávat, že dojde k řadě dlouhodobých změn s dopadem na investování a některé z nich již lze pozorovat. Výborně to demonstruje například postoj

Německa. To zastávalo až do nedávna poměrně pacifistické postoje. Tváří v tvář nové realitě však udělalo obrat o 180 stupňů, když kancléř Scholz oznámil, že Německo navýší své vojenské výdaje na 2 % HDP a navíc investuje do obrany na začátku 100 miliard eur, aby dohnalo, co zameškalo. Podobné změny očekáváme u dalších členů NATO především v Evropě. Těžit z toho bude celá řada evropských firem a to nejen zbrojovek.

Německo také oznámilo, že urychluje výstavbu terminálů na dovoz kapalného plynu, aby mohlo postupně přejít na jiné dodavatele než Rusko. Celá energetická politika EU bude patrně přehodnocena. Bezprostřední kladný dopad to bude mít zřejmě na odvětví fosilních paliv, bez kterých se Evropa jednoduše neobjede. Dlouhodobý kladný dopad očekáváme na jadernou energetiku. Její velkou renesanci v Evropě předpovídáme už delší dobu.

Všechny tyto kroky mají jedno společné. Větší státní výdaje. Můžeme tedy očekávat další vlnu velkých deficitů státních rozpočtů, především v Evropě. Politici si dobře všimli, že gigantické rozpočtové schodky ze dvou let pandemie covidu jim poměrně hladce prošly. Nyní mají další argument pro jejich pokračování. Část dluhů bude pravděpodobně financována nově tištěnými penězi a jejich náklady budou těžit z rekordně nízkých záporných reálných úrokových sazeb. Vysoké rozpočtové deficity budou mít znovu silný proinflační účinek, ale také budou současně tlačit nahoru zisky firem. Rekordní deficity států se klidně mohou manifestovat na druhé straně téže mince jako rekordní zisky firem.

Jak bezpečné jsou devizové rezervy?

Ještě bych rád zmínil jednu věc, která mi přijde jako velmi důležitá, i když zatím nedovedu domyslet, kam povede. Většina zemí si udržuje devizové rezervy. Jsou to depozita zahraniční měny držené centrální bankou a finančními institucemi. Slouží jako rezerva pro financování dovozu, podporu domácí měny, likviditní polštář pro případ krize a také jako podpora důvěry investorů. Většina devizových rezerv je držena v hlavních světových měnách, na prvním místě samozřejmě v dolarech.

Když byly v rámci sankcí proti Rusku zmrazeny ruské devizové rezervy, mnoho zemí si zřejmě uvědomilo, že vlastnická práva a dispoziční práva jejich devizových rezerv již nejsou nedotknutelná. Co to může znamenat do budoucna? Nevím. Možná přehodnocení politiky vytváření devizových rezerv, změnu v jejich alokaci, větší důraz na zlato či jiné komodity, horší přístup na dluhové trhy pro státy, které emitují hlavní světové měny? Sám jsem na to zvědavý. V každém případě zde byl překročen Rubikon. Myslím, že to ale není něco, co by mělo na naše investování větší bezprostřední dopad.

Dopad na akciové trhy

Jako akciové investory nás samozřejmě nejvíce zajímá dopad války na globální akciové trhy. Když se podíváme zpět do historie až do roku 1941, kdy došlo k útoku na Pearl Harbor, tak lze vidět, že dopad válek a teroristických útoků na akciové trhy bývá poměrně mírný. Válečných konfliktů a větších teroristických útoků od té doby bylo více než 20. První reakce trhů je vždy negativní. To je logické, protože v počátku dominují emoce. Propad akcií však bývá překvapivě nevelký a také poměrně krátkodobý. U indexu S&P 500 se jednalo

v průměru o pokles v řádech jednotek procent a doba, za kterou se trhy vrátily na předchozí úroveň, byla v průměru kratší než dva měsíce. Nízké poklesy a krátká doba zotavení zřejmě souvisí s tím, že po racionální úvaze bez emocí většinou došli investoři k závěru, že dopad na chod a ziskovost firem celkově je spíše menší. V mnoha případech může být velmi negativní, v mnoha případech pozitivní, ale celkově spíše menší. Jelikož válečné a teroristické události zpravidla vyvolají reakci států v podobě rozpočtových a monetárních stimulů, investoři to rychle kladně promítnou i do cen akcií.

Toto říká pohled do historie. Máme k němu dvě výhrady. Za první, jde o čísla týkající se indexu amerických akcií. Amerika vždy stála od místa válek poměrně daleko. Reakce trhů bližších místu konfliktu bývají silnější. I teď tomu tak bylo. Evropské akcie se propadly mnohem více než ty americké. Za druhé, každý konflikt je svým způsobem specifický a válka na Ukrajině se těm předchozím vymyká právě velikostí svého nepřímého dopadu na globální ekonomiku přes vysoké ceny komodit. Za zmínku také stojí fakt, že vlastně nejsme nikdy schopni přesně určit, proč trhy rostou nebo klesají. Izolovat proto vliv nějakého faktoru, jako je třeba válka, vlastně ve skutečnosti nejde.

Co tedy dělat? Změny v portfoliu.

Tuto otázku si klade asi každý investor. Náš postoj se opíral o dva výchozí body. Za první, uvědomujeme si, že naše schopnost předpovídat další vývoj, je mizivá. Za druhé, výchozí preferovanou reakcí je nedělat nic. Lépe řečeno žádné ukvapené kroky. Nedělat nic bývá často tou nejlepší strategií, ale současně také tou nejobtížnější. Za důležité jsme považovali uvažovat dlouhodobě, daleko



za horizont současného dění, a znovu si připomenout náš investiční dlouhodobý cíl. Na něm samotném se nic nemění a v podstatě se ani nemění cesta k němu. Taky si dobře uvědomujeme, že ani abnormálně dobré ani abnormálně špatné investiční prostředí netrvá věčně a že právě to špatné s sebou zpravidla přináší dobré investiční příležitosti.

Velice důkladně jsme si analyzovali dopad války a dalšího možného vývoje na jednotlivé společnosti, které v portfoliu máme. Výsledek, alespoň zatím, se nám jeví tak, že u většiny společností je dopad na jejich podnikání a ziskovost malý. Někdy záporný, někdy kladný, ale poměrně malý na to, abychom výrazně přehodnocovali naši investiční tezi. Jedinou výjimku tvoří akcie Sberbank.

Sberbank jsme vlastnili řadu let a nijak jsme se netajili s tím, že jsme ji považovali za velmi dobře řízenou banku, s dobrým corporate governance, velmi vstřícnou vůči akcionářům a mimořádně ziskovou. Když se však Sberbank (ne vlastní vinou) ocitla v situaci, která ji poškodí a dokonce i znemožní zahraničním investorům akcie vlastnit a obchodovat, rozhodli jsme se realizovat zisk a akcie jsme prodali.

Uvolněné peníze jsme potom použili mimo jiné na otevření tří nových pozic. Poklesy cen akcií během ruské invaze přinesly na trh hodně dobrých cen. Ze všech možností, které jsme zvažovali, jsme vybrali akcie Asbury Automotive Group (ABG), Celanese (CE) a KLA Corporation (KLAC).

Asbury Automotive Group je jedním z největších prodejních řetězců automobilů v USA. Jejich tržby a zisky pocházejí z prodeje nových aut, prodeje ojetin, servisu a náhradních dílů a ze zprostředkování

financování a pojištění. Toto odvětví je nám relativně dobře známé díky naší dřívější investici do Autonation (AN). Tentokrát jsme se rozhodli do něho vstoupit prostřednictvím ABG. ABG dlouhodobě velmi rychle roste kombinací organického růstu a akvizic. Má velmi dobrou a efektivní politiku alokace aktiv a velký prostor před sebou k dalšímu růstu díky velké roztržitosti celého odvětví. Dlouhodobý vývoj znevýhodňuje drobné prodejce a celé odvětví směřuje k další postupné konsolidaci. Očekáváme, že ABG v ní bude hrát důležitou roli a její akcionáři z ní budou těžit.

Celanese je největší světový producent kyseliny octové a jejích chemických derivátů včetně monomerů vinyl acetátů a emulzí. Jejich aplikace se používají v celé řadě odvětví, jako jsou automobilový průmysl, tabákový průmysl, nátěry, stavebnictví, energetika, telekomunikace, potravinářství či lékařství. Celanese nedávno uzavřela akvizici velké části businessu společnosti DuPont, která z Celanese udělá ještě většího hráče v odvětví a současně sníží cykličnost jejího businessu. Akvizice je poměrně velká a měla by pro akcionáře přinést značnou hodnotu, která podle našeho názoru není ani zdaleka zohledněna v ceně akcií. Celanese je business, který stojí více méně stranou hlavního zájmu většiny investorů, je to však společnost s velmi vysokými výnosy kapitálu, silným volným cash flow a historicky velmi efektivní alokací zdrojů.

KLA Corporation vyvíjí špičková zařízení a služby, které umožňují inovace v celém elektronickém průmyslu. Specializuje se na řízení procesů a kontrolu při výrobě polovodičů a v příbuzných nanoelektronických odvětvích. Během výrobního procesu je potřeba kontrolovat výrobky z hlediska vad a správných

kritických rozměrů, aby bylo možné identifikovat a odstranit zdroje problémů. Vzhledem k tomu, že zákazníci pokračují v prosazování Moorova zákona, musí menší čipy splňovat přesnější specifikace, což zase zvyšuje potřebu pokročilých nástrojů kontroly a diagnostiky. Jde o klíčový krok v celém procesu výroby a společnost si v něm vybudovala velmi silnou, místy až dominantní globální pozici. Na její akcie jsme si brousili zuby už delší čas a letošní pokles jejich ceny nás konečně přiměl k nákupu.

Nikdo neví, jak a kdy válka skončí. Pěvně věřím, že Ukrajina nakonec zvítězí a že to snad nebude dlouho trvat. Zatímco Rusko bude i poté pravděpodobně čelit dál tvrdým sankcím a zůstane v politické izolaci, Ukrajině se zřejmě dostane velké podpory ze zahraničí i vstřícného postoje různých politických a společenských organizací. Její obnova bude snad probíhat rychle a její budoucnost by i díky slíbenému členství v EU mohla být nadějná. Paradoxně by tak po válce mohla být dlouhodobě silnější, zatímco Rusko zůstane dlouhodobě oslabeno. Kdo chce kam, pomozme mu tam, chtělo by se říct. Ztracené životy a poničené osudy však Ukrajincům už nikdo nevrátí.

Pokud válka v dohledné době skončí, investoři znovu obrátí svou pozornost k ekonomickému prostředí, které nás nadále čeká. Na něm se moc nezměnilo. I nadále dlouhodobě čekáme nadprůměrně vysokou inflaci a výrazně záporné reálné úrokové sazby. Vysoká inflace většinou nebývá dobrá pro ceny akcií. Především proto, že je doprovázena vysokými úrokovými sazbami. Ty potom jako gravitace tlačí ocenění akcií směrem dolů. Otázkou však je, co udělá s cenami akcií historicky bezprecedentní období vysoké inflace, ale tentokrát doprovázené nízkými úrokovými sazbami. Tedy období, ve kterém se dnes nacházíme a které očekáváme i do budoucna. Vysoká inflace sama o sobě má tendenci tlačit všechna čísla ve výkazech firem nahoru. Tržby, náklady, zisky, aktiva, kapitálové náklady atd. Ne všude stejně, ale jako celek nahoru. Včetně zisků firem. Pokud však zůstanou úrokové sazby výrazně nižší, než je inflace, zůstane i jejich gravitační síla slabá a nebudou příliš tlačit ocenění akcií směrem dolů. Paradoxně tak toto prostředí může být v nominálním vyjádření pro vývoj cen akcií velmi příznivé. Tento názor si držíme už delší dobu a zatím ho není třeba přehodnocovat. Při rychle klesající ceně peněz by měla hodnota reálných aktiv (kam akcie patří) vyjádřená právě těmi na hodnotě klesajícími penězi stoupat. Tak uvidíme.

Daniel Gladiš, duben 2022

Pro více informací

Navštivte www.vltavafund.com

Napište investor@vltavafund.com

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

DISCLAIMER

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