

## MAKRO VS. MIKRO

Je už to sice skoro rok, co Rusko zaútočilo na Ukrajinu, ale pokaždé, když usedám ke klávesnici, mám potíže psát o relativně běžných věcech, když vím, že nedaleko odsud umírají lidé. Na válku si není možné zvyknout. Někdy si připadám skoro provinile, když si uvědomím, že zatímco ukrajinská města jsou bombardována, my zde žijeme klidný a normální život. V tomto světle se potom zdají být turbulence na akciových trzích docela nepodstatné.

Pár otřesů na trzích jsme loni společně zažili. Je to vlastně od roku 2008 poprvé, kdy jsou akciové trhy v déle trvajícím poklesu. Globální akciové trhy měřeno indexem MSCI World loni klesly o více než 17 % a americký index S&P 500, který investoři často sledují, dokonce o více než 19 %. Naše portfolio si vedlo výrazně lépe. Nejpravděpodobnější vysvětlení spočívá v tom, že růst úrokových sazeb tlačil na ocenění našich akcií méně než na celý trh. Je to dáno tím, že máme v portfoliu společnosti, jejichž ocenění nespolehá na často nadsazená očekávání ohledně budoucího růstu ziskovosti, ale opírá se především o již existující současnou vysokou ziskovost. Navíc jde o společnosti, které jsou výrazně levnější, než celý trh a finančně mnohem silnější. Vyšší úrokové náklady na ně tak dopadají jen omezeně.

Velmi negativní byl loňský rok i pro dluhopisové trhy, které zaznamenaly největší propady ze dlouhou řadu let. Ušetřeny nezůstaly ani nemovitosti. Kde se tedy nyní, po roce poklesů akciových trhů, nacházíme?

### Makro nebo mikro?

Kdo chce dnes mít na trhy a na jejich výhled negativní názor, nemusí pro důvody chodit daleko. Celá řada makro dat vyznívá negativně. Vysoká inflace, rychle rostoucí úrokové sazby, restriktivnější politika centrálních bank, rekordní dluhy a rozpočtové deficity států, vysoké ceny komodit a jejich možný nedostatek, covid v Číně, narušený globální logistický řetězec, válka, větší pohyby měn a rok klesající ceny akcií. To je mix, který při makropohledu na trh téměř nedává jinou možnost, než být pesimistou. Současně je ale také potřeba říct, že dnešní ekonomické prostředí se ani zdaleka nevyrovná tomu, které jsme zde měli v roce 2008. Tenkrát skutečně stál celý finanční systém na pokraji zhroutilí a trhy klesaly a kolísaly v mnohem větší míře než loni. Ve srovnání s tím se dnes zase nic tak hrozného neděje.

S makro přístupem k akciovým trhům však souvisí několik větších problémů. Makroprognózy mívají (obzvláště dnes) tak obrovský rozptyl, že jsou prakticky bezcenné. Svádějí ke krátkodobému uvažování a především neříkají nic o tom, kam půjdou v nejbližší době akciové trhy. Ty totiž většinou reagují na dění s předstihem, zatímco většina makrodat se dívá zpět, a ještě navíc s určitým zpožděním.

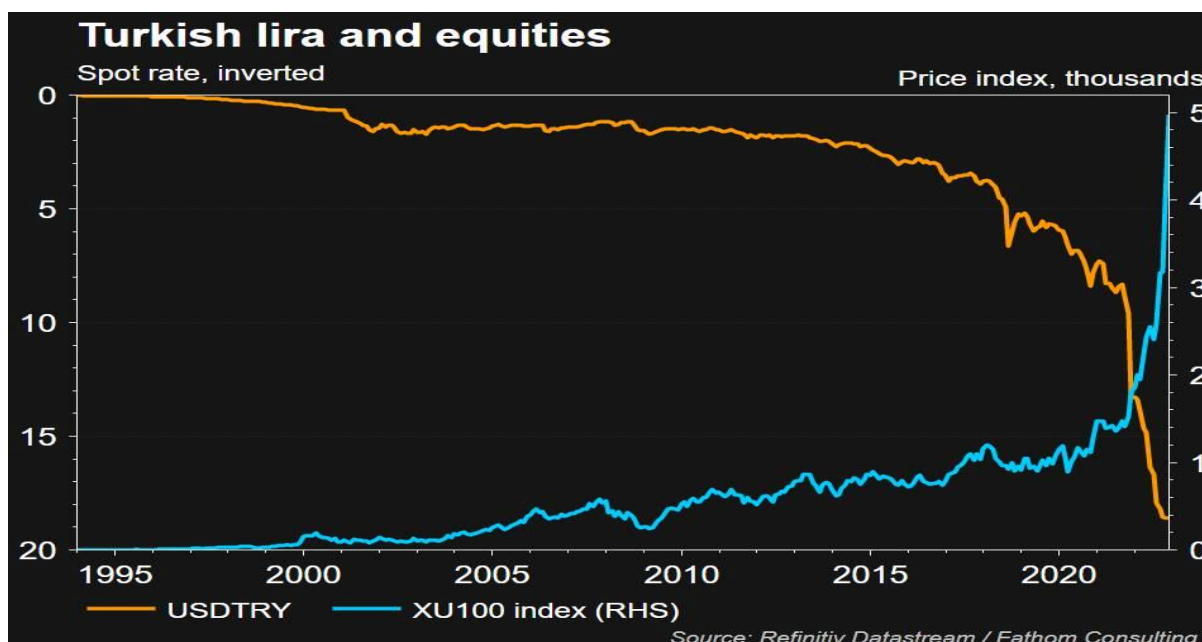
Makro přístup však obvykle ignoruje přemýšlení druhé úrovně (second level thinking). Přemýšlení první úrovně vypadá takto: „Makro vyhlídky jsou negativní, akcie půjdou dolů.“ Přemýšlení druhé úrovně je komplexnější a vypadá takto: „Makro vyhlídky

jsou negativní, zohledňují to současné ceny akcií přiměřeně, příliš málo nebo příliš moc?“ I při negativních makro vyhlídkách je možné mít atraktivní ceny akcií stejně tak, jako je možné mít při pozitivních makro vyhlídkách ceny akcií příliš vysoké.

Co teď s tím? Celé makroekonomické prostředí se snažíme koncentrovat do jediné otázky: „Jak rychle bude dlouhodobě klesat cena peněz a jak proti tomuto vlivu nejlépe ochránit naše investice?“ Kdybych měl tyto úvahy shrnout do jednoho obrázku, potom by to byl tento:

děje (i když mnohem pomaleji) v celém světě. Peníze ztrácejí svou hodnotu zrychlujícím se tempem, a to je pro investory největší dlouhodobý problém.

Určitou ochranu proti tomuto jevu mohou dlouhodobě poskytovat majetková aktiva a to je naše základní dlouhodobá makro úvaha. Jelikož je Vltava Fund akciový fond, otázku výběru třídy aktiv neřešíme a soustředíme se na hledání vhodných investic přímo v rámci akcií. Mnohem více než makro situace nás potom zajímá mikro situace jednotlivých firem.



Týká se tureckého trhu. Oranžová křivka ukazuje kurz turecké liry k dolaru a modrá křivka ukazuje index tureckého akciového trhu. Zatímco turecká měna postupně ztrácí na hodnotě a navíc tempem, které se zrychluje, akciový trh zrychlujícím se tempem roste. Je to celkem logický vztah. Pokud měříme hodnotu aktiv v jednotkách, jejichž hodnota klesá, musí měřená aktiva v tomto vyjádření nominálně stoupat. Turecko je samozřejmě extrémní případ, nicméně ukazuje to, co se v podstatě

### Mikro mnohdy nevypadá vůbec špatně

Říká se, že všechno zlé je k něčemu dobré. Přesně tak se snažíme dívat i na jednotlivé akcie. Začneme třeba úrokovými sazbami. Jejich růst tlačí řadě firem zisky směrem dolů a pro některé může představovat i existenční riziko. Jiným firmám však přináší vyšší zisky. Když byly úrokové sazby v USA ještě blízko nuly, banka JP Morgan vykázala ve druhém čtvrtletí roku 2021 čistý úrokový výnos 12,7 miliardy

dolarů. Ve třetím čtvrtletí roku 2022, kdy jsou sazby o poznání vyšší, vykázala čistý úrokový výnos 17,5 miliardy dolarů. To by na anualizovaném základě dělalo skoro 20 miliard dolarů výnosů navíc ročně. Z vyšších sazeb těží i pojišťovny v našem portfoliu (Markel, Quálitas Controladora, Berkshire Hathaway). Ty mají velká investiční portfolia z velké části investovaná do dluhopisů. Vyšší úrokové sazby znamenají mnohem vyšší výnosy z držných dluhopisů. Například takové dluhopisové portfolio mexické Quálitas Controladora momentálně nese kolem 10 % p. a., což je skoro dvakrát více než před rokem.

Vysoké ceny komodit (a jejich občasné nedostatky) tlačí nahoru inflaci a zdražují život lidem i firmám obecně. Společnosti, které tyto komodity těží, se však těší solidním ziskům. To je i případ našeho Cenovus Energy, kanadské společnosti těžící ropu a plyn, která momentálně dosahuje rekordních zisků.

Válka na Ukrajině připomněla mnoha zemím NATO důležitost silné a fungující armády. V některých zemích to okamžitě přineslo konkrétní plány na výrazné navýšení výdajů na obranu. Příímým beneficentem bude v příštích letech i náš Lockheed Martin, jehož tržby a zisky tím budou pozitivně ovlivněny. Válka přináší nezměrné utrpení lidem a ekonomické těžkosti celým ekonomikám, i zde jsou však případy firem, jejichž produkty a služby budou poptávány více než dříve.

V těchto příkladech bychom mohli dále pokračovat. Mohli bychom zmínit narušenou logistiku (z té těží například BMW), lepší akviziční prostředí (z toho těží Berkshire) a tak dále. Všeobecně se dá říct, že existující makro prostředí více než kdykoliv během posledních deseti let zvýrazňuje rozdíly mezi firmami na

mikro úrovni. Začíná se znovu lépe oceňovat riziko, do popředí vystupuje cena peněz, výnosy kapitálu, finanční síla společností a ocenění akcií.

Recese, ve které možná jsme, nebo do které možná míříme, je ozdravné prostředí, ze kterého finančně silné a kvalitní společnosti zpravidla vyjdou v ještě silnějším postavení. Vždy jsme dbali na to, aby společnosti, které kupujeme, byly nejen vysoce ziskové, ale i finančně silné, a aby měly malý či dokonce žádný dluh. Když byly úrokové sazby na nule, mohlo se to zdát jako příliš opatrný přístup, nyní však z toho těžíme. Velká část našich firem nemá žádný dluh, či má čistou hotovost. Týká se to například Berkshire, Markel, Quálitas, BMW, Williams Sonoma, NVR, Alphabet či Crest Nicholson. Nižší ceny akcií jsou také výhodné pro společnosti, které přebytečnou hotovost vracejí akcionářům formou odkupů vlastních akcií (například Williams Sonoma, Cenovus Energy, Alimentation Couche-Tard, LabCorp, Magna či NVR). Pokud jsou ceny akcií podhodnocené, bývá často odkup vlastních akcií nejlepší formou využití kapitálu s velmi kladným dopadem na hodnotu akcií. U několika firem v našem portfoliu činí součet ročně vyplácených dividend a odkupů vlastních akcií kolem 10 % tržní kapitalizace. To je nebývale vysoké číslo.

### Novinky v portfoliu

Koupili jsme dvě nové pozice. Arrow Electronics a Alphabet.

Arrow Electronics (ARW) je vysoce kvalitní společnost s atraktivní návratností kapitálu a silným růstem zisku na akcii, kterou investoři často přehlížejí, protože se jedná o zdánlivě nudný podnik v technologickém sektoru. ARW je obvykle považována za jednoduchou

distribuční firmu v oblasti polovodičů, ale společnost poskytuje také zajímavou nabídku služeb s přidanou hodnotou, které vytvářejí hluboké vazby s jejími zákazníky. ARW v podstatě zajišťuje úspory z rozsahu, protože působí jako prostředník mezi vysoce diverzifikovanou dodavatelskou základnou a roztržštěnou zákaznickou základnou čítající více než 220 000 zákazníků. Má 288 poboček ve více než 100 zemích a dlouhodobě spolupracuje jak se svými dodavateli, tak se svými zákazníky. Tyto distribuční byznysy se objevují ve vícero odvětvích. Kromě elektroniky a polovodičů také například v automobilovém nebo chemickém průmyslu, a pokud jsou dobře a efektivně vedeny, mohou být velmi atraktivní. ARW se nám při pohledu na jeho dlouhodobé výsledky jako takový jeví a navíc jsme jeho akcie kupovali za historicky velice nízké ocenění.

Alphabet (dříve Google, GOOG) asi není potřeba zvláště představovat. Dominuje globálnímu trhu s online vyhledáváním a má řadu dalších hodnotných byznysů (YouTube, Maps, Gmail, Chrome, Google Play, Android OS, Google Cloud, Waymo atd.) Proč GOOG a proč zrovna teď? Technologický sektor dominoval americkému trhu několik let až do závěru roku 2020. Od té doby je tento sektor pod větším prodejním tlakem. (Index Nasdaq s velkým zastoupením technologických akcií loni poklesl o 33 %.) Velmi pečlivě ho sledujeme a čekáme, zda se neobjeví něco atraktivního ke koupi. Většina akcií se nám však zdá buď nezajímavá, nebo stále ještě drahá. Jediná akcie, která zatím propadla naším sítem, je Alphabet. Byznys je to kvalitní, o tom není sporu. Když se cena dostala na úroveň 90 dolarů, začali jsme opatrně nakupovat. Není to sice ještě cena, ze které by člověk skákal radostí do stropu, ale je to přiměřená cena za solidní

společnost. Do budoucna vidíme velký potenciál (možná trochu paradoxně) v osekávání korporátního tuku, kterého si společnost během posledních let nabalila hodně. Při rychle rostoucích tržbách se to dalo schovat, nyní se to však ukazuje jako problém. Náklady rostou příliš rychle, podle všeho má společnost příliš mnoho a příliš moc placených zaměstnanců, a má některé další segmenty jako tak zvané „other bets“, které spolýkaly už desítky miliard dolarů a stále neprodukují prakticky žádné tržby. Zdá se, že management si toto začíná uvědomovat a pokud začne řídit společnost s mnohem větším důrazem na efektivitu, potom možná tuto pozici výrazněji navýšíme.

Kromě těchto dvou nových pozic stojí za zmínku i navýšení investic v akciích Cenovus Energy, Celanese, S&U, Williams Sonoma a Nikkei 225 a snížení pozic v CVS, Magna a Lockheed Martin.

Co říci k výhledu na příští roky? Některé věci zůstávají stejné, některé se zřejmě změnily. Co zůstává stejné? Myslím, že nic se nemění na tom, že i nadále budeme žít v prostředí nadprůměrné inflace a záporných reálných sazeb. Vlády se také nevzdají svého návyku hospodařit s velkými rozpočtovými schodky, což si bude znovu a znovu vyžadovat monetarizaci dluhu tedy tištění peněz. Co se změnilo? V poslední dekádě bylo obrovské množství peněz investováno do technologického sektoru. Mnohdy dobře, ale mnohdy také zcela nesmyslně. Velké sumy peněz byly promrhány. Tato doba podle mého názoru skončila. Loňský rok bez obalu ukázal, že svět netrpí nedostatkem mobilních aplikací, herních konzol nebo genderově neutrálních toalet. Trpí nepřipraveností infrastruktury na budoucí nutný rozvoj. Tam budou



pravděpodobně směřovat v příštích letech hlavní sumy peněz. Svět zřejmě čeká investiční supercyklus zaměřený především na investice do infrastruktury. S tím by ruku v ruce měl pokračovat i komoditní supercyklus, v jehož počáteční fázi zřejmě jsme. Éra podinvestovanosti v reálné ekonomice snad skončila. Z krátkodobého hlediska je možné, že si ekonomiky projdou recesí. Ta by ale měla mimo jiné přinést pokles inflace a zastavení

růstu sazeb. Kam mezi tím půjdou akciové trhy, to se teprve uvidí. Podle analýzy JP Morgan Private Banking jsou globální akciové trhy svým oceněním na nejnižší úrovni za více než deset let. Období velmi nízké důvěry spotřebitelů, ve kterém se i nyní nacházíme, bývají historicky dobrým nákupním signálem. Je čas na přemýšlení druhé úrovně.

Daniel Gladiš, leden 2023

Pro více informací

Navštivte [www.vltavafund.com](http://www.vltavafund.com)

Napište [investor@vltavafund.com](mailto:investor@vltavafund.com)

Sledujte [www.facebook.com/vltavafund](https://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.

---

© Copyright 2023 Vltava Fund SICAV, plc a [www.vltavafund.com](http://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.**