

# Komentář k aktuálnímu vývoji na akciových trzích a ve fondu Top Stocks

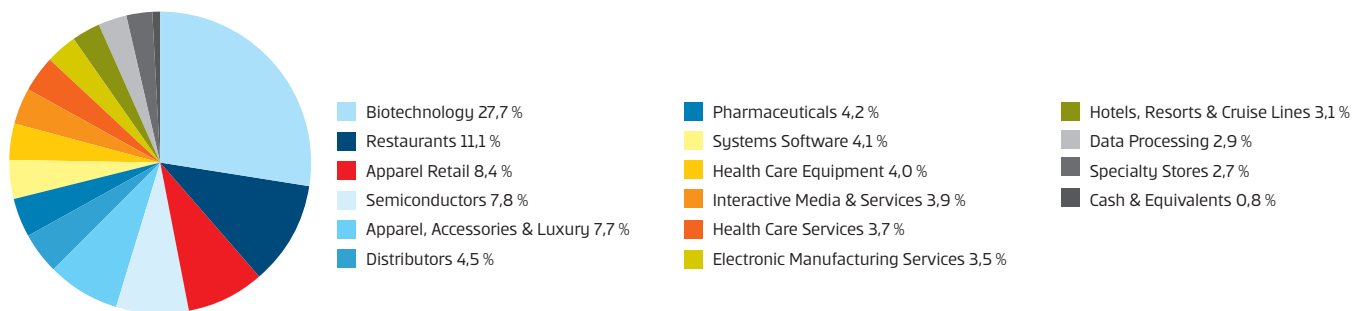
Vyspělé akciové trhy si prošly v uplynulých 4 týdnech nejrychlejším obdobím v historii, při kterém došlo k více než 30% poklesu od svého předchozího maxima. Jak lze vidět z následující tabulky, tento propad zasáhl všechny sektory amerického akciového trhu.

Sektor GICS1	Sektorová váha	20.–28. 2. změna	28. 2.–6. 3. změna	6.–13. 3. změna	13.–20. 3. změna	20. 2.–20. 3. změna
Consumer Staples	7,72 %	-10,19 %	<b>6,23 %</b>	-7,93 %	-11,32 %	-22,10 %
Health Care	14,97 %	-10,62 %	<b>4,96 %</b>	-6,65 %	-13,03 %	-23,83 %
Communication Services	10,73 %	-10,71 %	-1,35 %	-6,70 %	-12,25 %	-27,89 %
Information Technology	25,36 %	-13,13 %	0,56 %	<b>-5,20 %</b>	-15,25 %	-29,82 %
Consumer Discretionary	9,58 %	-12,63 %	-0,82 %	-10,47 %	-12,53 %	-32,13 %
Utilities	3,51 %	-11,92 %	<b>7,94 %</b>	<b>-14,26 %</b>	-17,18 %	-32,48 %
Materials	2,38 %	-13,08 %	1,32 %	<b>-13,21 %</b>	-12,59 %	-33,19 %
Real Estate	3,24 %	-11,99 %	<b>4,75 %</b>	-8,57 %	<b>-22,99 %</b>	<b>-35,09 %</b>
Industrials	8,30 %	-12,56 %	-1,62 %	<b>-13,12 %</b>	<b>-18,39 %</b>	<b>-39,00 %</b>
Financials	11,49 %	-14,38 %	<b>-4,08 %</b>	-9,83 %	<b>-17,98 %</b>	<b>-39,26 %</b>
Energy	2,73 %	<b>-16,44 %</b>	<b>-7,25 %</b>	<b>-24,28 %</b>	<b>-19,63 %</b>	<b>-52,83 %</b>
<b>US S&amp;P500</b>		<b>-11,49 %</b>	<b>0,61 %</b>	<b>-8,79 %</b>	<b>-14,98 %</b>	<b>-30,94 %</b>

Zdroj: WSI, barevně jsou zvýrazněné změny o více než 3 procentní body ve srovnání s indexem S&P500

V této situaci došlo také k výraznému poklesu hodnoty podílového listu fondu Top Stocks. Jako i v minulých obdobích panických výprodejů, také v tomto případě kvůli vyšší koncentraci portfolia a velmi nízké diverzifikaci směrem ke konsenzuálně defenzivním společnostem byl tento pokles vyšší než v případě tržních indexů. Také se ukázalo, že portfolio obsahovalo jenom málo společností, jejichž produkty nebo služby by se daly poskytovat bezkontaktně. V následujícím grafu je sektorové složení fondu k 29.2. 2020, kdy již došlo k prvotnímu poklesu.

## Sektorové členění fondu (podle metodiky GICS)



Ze zpětného pohledu je zřejmé, že největší podíl na celkovém poklesu měly společnosti působící v oblastech spojených s cestovním ruchem, maloobchodem a veřejným stravováním. Tyto výrazně vyšší poklesy nedokázalo eliminovat ani relativně větší zastoupení společností ze zdravotnického sektoru, u kterých v mnoha případech nedošlo až k tak velkým poklesům.

Index	Sektor GICS3	Ticker	20.–28. 2. změna	28. 2.–6. 3. změna	6.–13. 3. změna	13.–20. 3. změna	20. 2.–20. 3. změna
L	Biotechnology	Biogen	-9,99 %	3,24 %	<b>-2,45 %</b>	<b>-8,66 %</b>	<b>-17,19 %</b>
B	Biotechnology	Biomarin Pharmaceuticals	<b>-1,88 %</b>	<b>6,13 %</b>	-9,50 %	-13,55 %	<b>-18,53 %</b>
B-LD	Biotechnology	Xencor	-9,97 %	-1,85 %	<b>-17,05 %</b>	<b>4,99 %</b>	<b>-23,04 %</b>
B-LD	Biotechnology	Homology Medicines	-14,47 %	<b>34,43 %</b>	<b>-27,37 %</b>	<b>-7,86 %</b>	<b>-23,05 %</b>
L	Health Care Services	CVS Health	<b>-19,60 %</b>	<b>10,60 %</b>	-6,77 %	<b>-8,28 %</b>	<b>-23,97 %</b>
L	Systems Software	Microsoft	<b>-14,58 %</b>	0,95 %	<b>-0,13 %</b>	-13,52 %	<b>-25,53 %</b>
L	Pharmaceuticals	Bristol-Myers Squibb	-12,35 %	<b>4,85 %</b>	-8,18 %	-11,98 %	-25,73 %
B	Biotechnology	Sarepta Therapeutics	<b>-14,64 %</b>	<b>12,88 %</b>	<b>-15,83 %</b>	-12,84 %	-29,31 %
L	Interactive Media & Services	Facebook	-13,35 %	<b>-4,03 %</b>	<b>-4,57 %</b>	-12,07 %	-30,22 %
B-LD	Biotechnology	Denali Therapeutics	<b>-21,76 %</b>	<b>-4,85 %</b>	<b>-12,04 %</b>	<b>5,06 %</b>	-31,21 %
B-LD	Biotechnology	Jounce Therapeutics	<b>-22,98 %</b>	2,28 %	<b>-20,94 %</b>	<b>9,58 %</b>	-31,76 %
L	Restaurants	Starbucks	-13,17 %	<b>-2,69 %</b>	-6,60 %	-17,01 %	<b>-34,50 %</b>
B-LD	Biotechnology	Aduro Therapeutics	<b>-26,36 %</b>	<b>12,28 %</b>	<b>-20,00 %</b>	<b>-2,34 %</b>	<b>-35,40 %</b>
B-LD	Pharmaceuticals	Zogenix	<b>-24,07 %</b>	2,26 %	-8,33 %	<b>-10,54 %</b>	<b>-36,32 %</b>
S	Semiconductors	Silicon Motion	<b>-22,44 %</b>	0,44 %	<b>-3,07 %</b>	-15,97 %	<b>-36,55 %</b>
E	Apparel, Accessories & Luxury	Pandora	<b>-6,01 %</b>	<b>-3,06 %</b>	<b>-30,98 %</b>	<b>0,20 %</b>	<b>-36,99 %</b>
B	Biotechnology	Agios Pharmaceuticals	<b>-16,48 %</b>	<b>5,44 %</b>	<b>-21,58 %</b>	<b>-10,17 %</b>	<b>-37,96 %</b>
B-LD	Biotechnology	Coherus Biosciences	<b>-18,01 %</b>	<b>4,50 %</b>	<b>-22,46 %</b>	<b>-7,42 %</b>	<b>-38,49 %</b>
B-LD	Biotechnology	Ultragenyx Pharmaceuticals	-13,05 %	<b>-3,95 %</b>	<b>-14,72 %</b>	-13,77 %	<b>-38,59 %</b>
L	Electronic Manufacturing Services	TE Connectivity	-12,75 %	<b>-3,27 %</b>	-10,47 %	<b>-20,87 %</b>	<b>-40,21 %</b>

Index	Sektor GICS3	Ticker	20.–28. 2. změna	28. 2.–6. 3. změna	6.–13. 3. změna	13.–20. 3. změna	20. 2.–20. 3. změna
B	Biotechnology	Amarin	-20,76 %	5,86 %	-16,28 %	-15,22 %	-40,46 %
B-LD	Biotechnology	Epizyme	-20,92 %	6,05 %	-21,29 %	-11,00 %	-41,25 %
B-LD	Biotechnology	Innate Pharma	-9,78 %	1,42 %	-38,41 %	2,27 %	-42,37 %
E	Restaurants	Compass Group	-13,08 %	-6,55 %	-24,83 %	-6,73 %	-43,06 %
M	Restaurants	Texas Roadhouse	-14,41 %	-6,00 %	-16,61 %	-18,85 %	-45,56 %
L	Health Care Equipment	Zimmer Biomet	-14,67 %	-8,59 %	-20,83 %	-12,09 %	-45,71 %
B-LD	Biotechnology	Voyager Therapeutics	-20,09 %	9,72 %	-32,23 %	-8,85 %	-45,84 %
S	Semiconductors	ON Semiconductors	-13,49 %	-2,19 %	-16,87 %	-25,33 %	-47,48 %
M	Apparel Retail	Foot Locker	-11,53 %	-15,87 %	-23,31 %	-12,58 %	-50,10 %
L	Distributors	LKQ	-14,49 %	-4,37 %	-10,50 %	-34,54 %	-52,09 %
B-LD	Biotechnology	Five Prime Therapeutics	-15,86 %	-17,74 %	-35,58 %	-3,77 %	-57,09 %
L	Apparel, Accessories & Luxury	Tapestry	-19,74 %	-6,32 %	-24,02 %	-25,82 %	-57,62 %
L	Apparel Retail	L Brands	-7,56 %	1,76 %	-26,83 %	-39,33 %	-58,24 %
E	Hotels, Resorts & Cruise Lines	TUI AG	-30,05 %	-10,72 %	-32,46 %	-7,25 %	-60,88 %
E	Specialty Stores	Dufry	-18,29 %	-16,43 %	-49,77 %	-6,90 %	-68,07 %
M	Data Processing & Outsourced Services	Sabre	-38,15 %	-27,62 %	-16,37 %	-60,26 %	-85,12 %
		<b>Top Stocks</b>	<b>-13,65 %</b>	<b>-3,56 %</b>	<b>-16,66 %</b>	<b>-16,57 %</b>	<b>-42,10 %</b>
		<b>S&amp;P500 LC</b>	<b>-11,49 %</b>	<b>0,61 %</b>	<b>-8,79 %</b>	<b>-14,98 %</b>	<b>-30,94 %</b>
		S&P400 MC	-13,87 %	-0,89 %	-13,95 %	-18,63 %	-40,23 %
		S&P600 SC	-13,34 %	-1,99 %	-16,28 %	-16,72 %	-40,78 %
		S&P Biotech	-8,72 %	1,05 %	-16,08 %	-8,76 %	-29,37 %
		Stoxx 600	-12,68 %	-2,36 %	-18,44 %	-2,05 %	-31,88 %

Zdroj: WSI, zastoupení společností v indexu: L – S&P500, M – S&P400 Mid Caps, S – S&P600 Small Caps, B – S&P Biotech, B-LD – Portfolio poručka Dana – index NBI, barevně jsou zvýrazněné změny o více než 3 procentní body ve srovnání s indexem S&P500

V průběhu prvních 4 týdnů jsem největší důraz kladl na co možná největší eliminaci možných ztrát (i když ze zpětného pohledu je zřejmé, že jsem měl být na začátku poklesu ve svých prodeích ještě mnohem agresivnější) a zajištění dostatečné likvidity pro udržení měnového zajištění v období zvýšené volatility české koruny.

## Srovnání s vlastní zkušeností z finanční krize v letech 2008-09

Podle mého názoru prvotní propad na trzích napáchal v mnohých portfoliích významné škody a ještě nějakou dobu budeme svědky zvýšené volatility, která se bude odvíjet právě od pozic jednotlivých investorů. Z tohoto důvodu je tak obtížná orientace během finanční paniky, protože pro správný odhad budoucího vývoje byste potřebovali vědět, kdo je pod tlakem výběrů, ztrát nebo limitu nucen prodávat (případně nakupovat pokud likviduje long/short pozici) a jaké drží pozice.



Zdroj: Bloomberg

V letech 2008-09 tato situace trvala od pádu Lehman Brothers přibližně 6 měsíců a prodloužila ji také nerozhodnost centrálních bank a vlád při zamezení přelití původní nákazy do zbytku ekonomiky. Nicméně postupem času s přicházejícími informacemi získávali investoři mnohem lepší obrázek o velikosti způsobených škod a mohli mnohem lépe odhadovat budoucí normalizaci ekonomik a návrat na růstovou trajektorii.

Aby se současná situace mohla začít zlepšovat, bude potřeba otočit ve většině zemí aktuální trend narůstajícího počtu nakažených lidí a následných úmrtí. Opatření, která většina zemí přijala, mají v tuto chvíli drastický dopad na výkon ekonomiky, nicméně jsou nejrychlejším způsobem jak zastavit transmisi viru a umožnit do té doby klinicky vyzkoušet alespoň některé nadějně léky (velmi dobré prvotní výsledky mají nový lék remdesivir a kombinace dvou již schvalených generických léků hydroxychloroquine + azithromycin), které by následně ve zrychleném režimu mohly být uvolněné na trh a odlehčit přetížené zdravotnické infrastrukturu natolik, aby se alespoň část nejdrastickejších opatření mohla zrušit. Obchodované společnosti již přicházejí s prvními zprávami o předběžných škodách a během nastávající výsledkové sezóny budou moci investoři získat lepší obrázek, který se může lišit od aktuálních odhadů dlouhodobých vysokých ztrát. Také se zdá, že reakce vlád některých zemí bude tentokrát mnohem rychlejší (USA, Velká Británie i Německo chystají masivní fiskální balíčky ve výši 10% HDP) a může zabránit přelití současné zdravotní krize do dlouhodobé ekonomické deprese.

Domnívám se, že podobně jako během finanční krize v letech 2008-09 bude v přechodném období současně zvýšená volatilita na trhu mnoho nových příležitostí. Zatímco je teď obtížné správně odhadnout kam až mohou ceny jednotlivých akcií během paniky poklesnout, v okamžiku, kdy se situace začne pomalu uklidňovat, bude mnohem snazší predikovat jak rychle a na jakou úroveň se vrátí hospodaření některých společností, u kterých se teď předpokládají dlouhodobě vysoké ztráty. Domnívám se, že investoři mají obecně tendenci podceňovat jak flexibilitu společností rychle zareagovat na zhoršující se situaci snížením nákladů, tak i následnou rychlost oživení, resp. její sílu (častokrát těmito společnostem odpadnou někteří její slabší konkurenti, kteří z krize vyjdou oslabení).

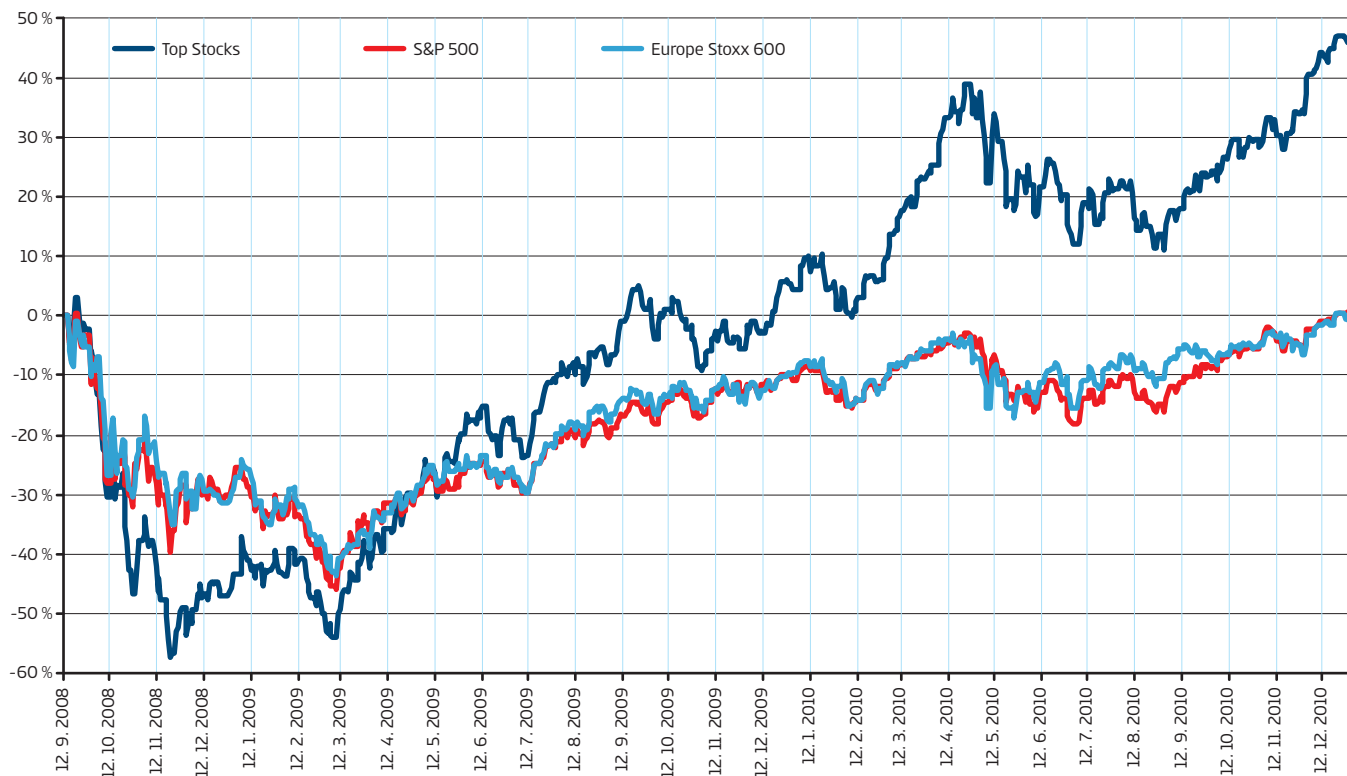
Mohu se s vámi podělit o jeden příklad investice právě z období finanční krize v letech 2008-09. Společnost Avis Budget patřila mezi jednu ze 4 největších půjčoven aut. Na podzim 2008 mezi investory panovala obava, že společnost nebude schopna v předvánočním období prodat za dopředu smlouvaných podmínek stávající flotilu a následně si na leasing pronajmout novou flotilu aut. Úvěrové podmínky na trhu v té době byly kvůli problémům finančního sektoru tak prohibitivní, že se investoři domnívali, že společnost za těchto podmínek nebude schopna dále fungovat a bude muset buď ukončit svojí činnost, nebo dramaticky naředit stávající akcionáře. A nejenom tato půjčovna aut, ale i všechny tři ze čtyř společností, které byly veřejně obchodované. Všechny tři tyto společnosti se obchodovaly za přibližně 1% tržeb, i když v běžných dobách se jejich ocenění běžně pohybovalo mezi 30-60% jejich tržeb. Řešení, které všechny půjčovny zvolily, bylo jednoduché. Vrátily pouze část své flotily, která odpovídala snížené poptávce, a zbytek dále provozovaly za stejných podmínek, protože došly k závěru, že je v této situaci nijak nepoškodí, když jejich klienti budou řídit 1,5roku staré auto místo nového. Nevýhodné podmínky prostě „vyseděly“ a k obměně flotily přistoupily až v okamžiku, kdy to pro ně bylo mnohem výhodnější. Přestože tato moje investice původně nebyla dobře načasovaná, akcie jsem do portfolia zařadil v březnu 2008 a během finanční krize tato společnost patřila mezi mé největší nerealizované ztráty, začátkem dubna 2009, kdy bylo zřejmé, že se situace začíná obracet, jsem tuto pozici v portfoliu navýšil zpátky na původní 4% podíl a po dalších 4 letech držení v březnu 2013 realizoval 150% zisk od prvotního nákupu v březnu 2008. Dopad do portfolia byl velmi výrazný a byla to jedna z investic, které mi umožnily překonat úspěšně období finanční krize v letech 2008-09, jak je zřejmé z následujícího grafu.



Zdroj: Bloomberg

Vyhledáváním nových příležitostí pro případnou obměnu portfolia v současnosti trávím nejvíce času. Domnívám se, že podobně jako během finanční krize 2008-09 je i teď největší příležitost přidat nějakou dodatečnou hodnotu při řízení portfolia. Budu se snažit využít všech svých zkušeností, které jsem v tomto období získal, abych dokázal navázat na úspěšný výsledek z let 2008-10, kdy se mi během následného oživení povedlo nejenom vymazat předchozí ztrátu, která v nejhorších okamžicích finanční krize představovala 20 procentních bodů, ale i na konci roku 2010 dosáhnout hodnoty podílového listu, která byla o 45% vyšší než v okamžiku pádu Lehman Brothers, zatímco vyspělé trhy se v této chvíli teprve vrátili na úroveň ze začátku finanční krize.

## Výkonnost akciových trhů a fondu Top Stocks od pádu Lehman Brothers do konce roku 2010



Rád bych Vám touto cestou poděkoval za důvěru, kterou jste mi projevovali během existence fondu, a popřál Vám hodně zdraví v současné obtížné situaci.

Ján Hájek, CFA,  
Manažer fondu Top Stocks

**P.S.** Pokud máte zájem dostávat zprávy o aktuálním dění ve fondu a na trzích, přidejte si na Twitteru sledování příspěvků @EAM\_Top\_Stocks. Další informace o fondu Top Stocks najdete na internetové stránce [www.investicnicentrum.cz/topstocks/](http://www.investicnicentrum.cz/topstocks/) v sekcích „Články manažera“ a „Napsali o nás“. Na této stránce rovněž můžete v sekci „Měsíční zprávy“ nalézt šest předchozích měsíčních zpráv.

## Upozornění pro investory

Hodnota investované částky a výnos z ní může stoupat i klesat, přičemž není zaručena návratnost původně investované částky. Minulá výkonnost nezaručuje výkonnost budoucí. Správcem fondu je Erste Asset Management GmbH, pobočka Česká republika. Ceny za obstarání koupě a prodeje podílových fondů jsou součástí Ceníku České spořitelny. Další informace včetně úplného názvu fondu naleznete ve statutu fondu, který Vám poskytneme ve všech pobočkách České spořitelny, na [www.investicnicentrum.cz](http://www.investicnicentrum.cz) nebo na informační lince 800 INVEST (800 468 378).

Tento informační materiál vytvořila Česká spořitelna, útvar Wealth Management, a byl uvolněn k rozšiřování 23. 3. 2020. Česká spořitelna podléhá dozoru České národní banky.