

# Bez vyplutí na oceán Ameriku neobjevíte

**Portfolio manažer fondu ISČS Top Stocks Ján Hájek se řadí spíše do tábora optimistů a akciovým trhům i nadále věří. Je také přesvědčen, že místo na trhu mají jak pasivně, tak aktivně řízené fondy.**

FOND SHOP se zeptal Jána Hájka, portfolio manažera fondu ISČS Top Stocks, na jeho pohled na aktuální situaci na akciových trzích či názor na český kapitálový trh.

**Začneme aktuálním pohledem na trhy. Korekce na amerických akcích odezněla a indexy v USA uzavírají na nových maximech. Radíte se spíše k těm, kteří čekají nový, třeba i větší pokles, nebo naopak očekáváte pokračující růst?**

Spíše se řadím do té druhé skupiny. Očekávám, že americké akciové indexy by mohly pokračovat v pozvolném růstu, protože zatím nevidím, že by hospodaření společností vykazovalo známky pozdní fáze ekonomického cyklu a ani úroveň relativního ocenění není nijak přehnaná. Podrobně jsem se tomuto tématu věnoval ve svém článku, který nedávno vyšel v říjnovém newsletteru české CFA Society (tento článek lze nalézt na stránkách CFA Society)

**Ve vašem fondu dlouhodobě převažujete akcie z USA na úkor Evropy, což je ale přepokládám do značné míry dáno spíše tím, kde jsou dané zajímavé společnosti kótovány, než cíleným převažováním USA oproti EU. Na druhou stranu, z pohledu HDP, inflace/deflace a řady dalších ukazatelů Evropa nyní za USA skutečně zaostává. Jak se na tuto situaci díváte do budoucna? Nemůže případné oživení v EU naopak přinést zajímavé možnosti, když budou evropské akcie „dohánět“ ty americké? Pro USA může navíc představovat problém silný dolar...**

Historicky platilo, že do půl roku po oživení v USA došlo i k oživení evropské ekonomiky. Poslední ekonomické oživení toto zatím nepotvrzuje, asi největším důvodem je rozdílný přístup k vyčištění a rekapitalizaci finančního sektoru po finanční krizi z přelomu let 2008/09. Na druhou stranu,

kvůli tomu, že se marže amerických společností již delší dobu pohybují na maximálních úrovních, je růst ziskovosti tažený zejména růstem tržeb, který se v posledních dvou čtvrtletích pohyboval na úrovni kolem 4-5%. Marže evropských společností mají stále velký prostor pro zlepšení, tudíž může v budoucnu dojít k tomu, že budou po dobu několika čtvrtletí tím důležitějším zdrojem růstu ziskovosti než růst tržeb. Domnívám se, že spekulace na toto zlepšení je hlavním důvodem mírně pozitivní



**Ján Hájek** působí na akciovém trhu od roku 1994, původně jako akciový analytik, portfolio manažer, proprietary trader a akciový stratég. Manažerem podílového fondu ISČS Top Stocks je od jeho založení v srpnu 2006. Předtím působil dva roky jako akciový stratég v České spořitelně a také dva roky jako proprietary trader CEE equities ve společnosti Patria. Mimo to Ján Hájek pracoval také v ING IM ČR a od července 1999 do června 2001 řídil ING český akciový fond. Předtím pracoval jako sell-side akciový analytik v různých společnostech.

výkonnosti evropských trhů v letošním roce, přestože zatím nedochází k růstu očekávané ziskovosti.

Nemyslím si, že posilující dolar bude mít výrazný negativní vliv na růst ziskovosti amerických společností. Na provozní úrovni jsou zpravidla společnosti měnově zajištěné, jedná se většinou jenom o riziko negativního dopadu na účetní translaci zahraničních zisků. Podobně jako oslabující dolar neměl žádný výrazný pozitivní dopad, tak bych očekával, že ani v případě posilujícího dolaru tento dopad nebude nijak dramatický.

**Co aktuálně vidíte jako největší rizika pro rok 2015 a akciové trhy?**

Zpravidla se největším rizikem ukáže být to, co člověk vůbec nepředpokládal. Proto jsem skeptický ohledně své schopnosti vidět největší hrozbu pro rok 2015 (dobrý příklad nabízí letošní rok, kdy začátkem ledna nikoho nenapadlo, že největší hroz-

bou pro trhy bude postupná ruská anexa ukrajinského území). Samozřejmě, i nadále platí, že současná dluhová zátěž vyspělých ekonomik bude problémem, se kterým se budeme ještě dlouho vypořádávat, a bude snižovat schopnost těchto ekonomik pružně reagovat na jakékoliv exogenní šoky.

**A zůstaneme-li ještě u roku 2015, jaká aktiva podle Vás budou pro tento rok, nebo řekneme pro další 2-3 roky nejzajímavější?**

Domnívám se, že v prostředí nízkých úrokových sazeb budou mít navrch aktiva, která jsou spojena s reálnou ekonomikou, takže kdybych si měl na něco vsadit v horizontu dalších 2-3 let, tak by to byly akcie a nemovitosti. V případě akcií bych asi stále preferoval americké akcie před evropskými, a akcie z vyspělých trhů před rozvíjejícími se trhy – hlavním důvodem je dlouhodobě lepší alokace volného kapitálu managementem společností.

**ISČS Top Stocks oslavil nedávno osmé narozeniny a Vy jste si za tu dobu vybu-**

**doval pověst respektovaného portfolio manažera. Čím to je, že na trhu není více fondů, jako je ten Váš?**

Děkuji. Na druhou stranu moje současná reputace souvisí s tím, že se mi doteď dařilo naplnit zvolenou investiční strategii, tj. mít v portfoliu zejména ty společnosti, které dlouhodobě nadprůměrně rostly. Budu rád, když se o mně bude takto pozitivně mluvit i v okamžiku, kdy s řízením fondu skončím :).

Myslím si, že na českém trhu je několik dalších zajímavých fondů a manažerů, možná jenom nejsou veřejnosti tak známí, protože se většinou jedná o hedgeové fondy (fondy kvalifikovaných investorů). Na nedávné 1. české investiční konferenci vystoupilo několik akciových manažerů, jejichž práci pozorně sleduji a vážím si jich. Pevně věřím, že moje konkurence tady na českém trhu jenom poroste a doufám, že svým dosavadním příkladem inspiroji další portfolio manažery.

**ISČS Top Stocks je úspěšným aktivně řízeným fondem, takže se konkurence ETF obávat nemusí. Jak se ale na „souboj“ ETF vs. podílové fondy díváte obecně? Zdá se, že pasivně řízené ETF mají v poslední době navrch, např. ve světle stále diskutovanější otázky toho, jestli se řada podílových fondů všude po světě jako aktivně řízené jen netváří, i když skutečnost je jiná.**

Tato otázka souvisí s tou předchozí. Mojí výhodou bylo, že jsem si strategii fondu mohl nadefinovat tak, aby se v případě dobrého výběru společností mohl tento fakt projevit i na výkonnosti fondu. Což není tak časté, minimálně u velkých investičních společností u nás. Samozřejmě, je to rizikovější strategie, protože na začátku nikde nebylo jasné, že se mně, a tím pádem i fondu bude dařit – a ani teď nemám nikde zaručeno, že budu na konci úspěšný. Na druhou stranu je teď Česká spořitelna postupně odměňována za svoji odvahu přijít s takto relativně odlišným investičním produktem.

Myslím si, že obě skupiny fondů mají své dlouhodobé opodstatnění, filozoficky bližší mi vždy budou ty aktivně řízené fondy. Stále bude platit, že to je činnost jako každá jiná. Vždy budou nějací investoři, kteří jsou úspěšnější, tak jako i investoři, kteří budou neúspěšní. A těžko lze očekávat, že průměrná výkonnost takového skupiny bude lepší než její průměr (index).

Problém zastřené indexování (více v FS 25/2013 a FS 17/2014) samozřejmě existuje, myslím si, že souvisí také se snahou některých manažerů hlavně za trhy nezaostávat, protože se to okamžitě projeví v různých krátkodobých žebříčcích výkonnosti fondů a následně v odlivu peněz. Zase je to o svobodě a odvaze manažera držet se dlouhodobě zvolené strate-

gie. Například já se při výběru společností do portfolia na index nedívám vůbec. Věřím tomu, že když moje společnosti dlouhodobě nadprůměrně fundamentálně porostou, tak i dlouhodobě budu překonávat srovnatelnou pasivní investiční strategii.

Myslím si, že manažer by měl mít prostor udělat i špatné investice, protože když chce překonávat trh, tak zpravidla musí investovat do společností, o kterých si myslí, že nejsou trhem správně vnímané a oceněné. Občas se ale ukáže, že pravdu měl trh a ne investor – investování není činnost se 100% úspěšností. Ale pokud zůstanete s lodí na relativně bezpečném jezeře a nikdy se nevydáte na oceán, tak taky nikdy neobjevíte pomyslnou Ameriku. Mohu to dokumentovat i na historii fondu ISČS Top Stocks. Z přiloženého grafu je zřejmé, že i já jsem měl mnoho investic, které se mi nepovedly. A ani poměr úspěšných a neúspěšných nápadů není v čase konzistentní, například jsem měl v období od června 2010 do prosince 2012 relativně nízkou úspěšnost ve výběru nových nápadů. V tomto období fond zaostal za svým interním benchmarkem (měnově zajištěný kompozitní index 80% MSCI USA + 20% MSCI Europe) o 4,9 %. Přesto všechno se za 8 let existence hodnota fondu zvýšila o 97,0%, zatímco pasivní investice reprezentovaná interním benchmarkem jenom o 45,8%.

**Jak se díváte na poslední kroky vlády týkající se kapitálových trhů? Nejdříve změna daňového testu, která se dotkla i drobných investorů, teď se očekává schválení změny zdanění fondů KI. Toto z ČR asi zrovna stabilní místo pro fondy nedělá.**

Časté právní změny na kapitálových trzích rozhodně ničemu ani nikomu neprospívají a přináší do našeho podnikání zbytečné prvky nejistoty. Poslední změna daňového režimu se týká některých fondů kvalifikovaných investorů, nikoliv standardních otevřených podílových fondů, které spravujeme. S ohledem na prodloužení daňového testu vnímáme

rostoucí poptávku klientů po komplexním investičním řešení v podobě smíšených fondů. Ten může mít formu fondu kvalifikovaných investorů s vyšší mírou individualizace či standardního fondu pro retailovou klientelu. My jsme proto nedávno pro naše klienty EPB připravili dva nové smíšené fondy s různým rizikovým profilem (podílem rizikových aktiv) a pro naše institucionální klienty připravujeme fond zaměřený na společensky odpovědné investice, tzv. social responsible investments.

**Podíváme-li se ještě na produktovou oblast. Chystá ISČS pro rok 2015 nějaké novinky?**

Jak již jsem zmiňoval v předešlé otázce, my jsme byli produktově velmi aktivní v druhé polovině tohoto roku, už zmiňované smíšené fondy pro naše bonitní klienty EPB, dále v červnu jsme zahájili prodej tří rizikových profilů řady fondů YOU INVEST, které se velmi úspěšně prodávají v celé finanční skupině Erste a které mají vlastní webové stránky.

**Poradil byste v závěru drobným investorům něco, čeho by se měli při svých investicích určitě vyvarovat a co byste jim naopak doporučil?**

Podle mě stále platí léty ověřené poučky a poslední finanční krize je jenom potvrdila:

- výnos vždy odpovídá riziku a likviditě, když něco nabízí vyšší výnos, tak je s tím i spojeno větší riziko, nebo nižší likvidita
- riziku jednotlivých instrumentů by měl odpovídat investiční horizont, akcie se nekupují s měsíčním horizontem a naopak 10letá investice ve fondu peněžního trhu je zbytečně konzervativní a většinou nepřinese žádné reálné zhodnocení
- pravidelná investice snižuje riziko nesprávného načasování, jak na vstupu, tak i na výstupu
- diverzifikace má smysl, ale není potřeba to přehánět (8-9 nízko korelovaných instrumentů většinou stačí)
- investovat se má jenom do instrumentů, kterým rozumím

Pokud se drobný investor bude držet těchto základních pravidel, tak stěží může mít na konci špatný výsledek. Investování není exaktní disciplína, vždy budou i investice, které nevyjdou, ale portfolio jako celek při dodržení těchto pravidel bude vždy úspěšné. ■

Jiří Mikeš

