

Ve fondu držím jen výjimečné společnosti

Tuto unikátní investiční filozofii, vycházející převážně z růstového stylu, vtiskl portfolio manažer Ján Hájek akciovému fondu Top Stocks z nabídky Erste Asset Management.

Ján Hájek, portfolio manažer akciového fondu Top Stocks ve společnosti Erste AM, odpovídal na dotazy FOND SHOPu týkající se mj. unikátní investiční strategie fondu a relativní výkonnosti některých akciových sektorů, regionů nebo faktorů.

Působíte jako portfolio manažer ve společnosti Erste Asset Management, kde řídíte akciový fond Top Stocks. Můžete čtenářům FOND SHOPu popsat, jak vypadá Váš běžný pracovní den?

Můj pracovní den je z velké části věnován studiu a analýzám. Ráno začínám pročítáním denního tisku a pak krátce následuje zpracování denního cash-flow fondu a s tím spojené některé rutinní operace, následně se ale opět vracím ke studiu. Ve dnech, kdy přichází velké množství nových informací, což typicky bývá v průběhu výsledkových sezón, ale třeba i během mých návštěv investorských konferencí, se spíše zabývám získáváním a tříděním nových informací. Často poslouchám konferenční hovory nebo prezentace managementů, nebo z těchto hovorů čtu jejich přepisy, a to někdy i po skončení obchodování v USA pozdě večer. V těchto obdobích zpravidla nepracuji na nových investičních nápadech, jenom si již ověřuji předchozí poznatky a sleduji, jestli se situace v jednotlivých společnostech vyvíjí podle mých představ. Oproti tomu ve dnech, kdy systematicky pracuji na nějakém novém nápadu, se snažím vytvořit si z dostupných informací určitou hypotézu, jak by mohla vypadat budoucnost dané společnosti a pak zkouším tuto hypotézu vyvrátit. Hledám v různých analýzách všechny možné důvody, proč by tento scénář nemohl nastat. Cílem této činnosti je pochopit příběh dané společnosti a takzvané získat nad ním kontrolu. To jest mít představu, jaký typ zpráv bude společnost v budoucnu publikovat a

jak se asi budou vyvíjet její základní ukazatele. Následně se zabývám oceněním, tj. jak velká část tohoto investičního příběhu je již v cenách akcií zahrnuta. Pokud tam vidím nějakou investiční příležitost, tak realizuji transakci (což bývá v průměru tak 4-5 krát do roka) a vracím se opět zpátky ke studiu.



Ing. Ján Hájek, CFA působí na akciovém trhu od roku 1994, původně jako akciový analytik, portfolio manažer, proprietary trader a akciový stratég. Manažerem podílového fondu Top Stocks je od jeho založení v srpnu 2006. Předtím působil 2 roky jako akciový stratég v České spořitelně a také 2 roky jako proprietary trader CEE equities ve společnosti Patria. Mimo to Ján Hájek pracoval rovněž v ING IM ČR a od července 1999 do června 2001 řídil ING český akciový fond, dnes známý pod názvem NN (L) International Central European Equity. Předtím pracoval jako sell-side akciový analytik v různých společnostech.

Vámi řízený fond Top Stocks má řadu unikátních specifíků, díky nimž se nehodí pro každého investora. Které jeho charakteristiky však pokládáte za důležité z hlediska efektivního odlišení se od konkurenčních globálních akciových fondů a možnosti dosahovat dlouhodobé nadvýkonnosti?

Moje investiční filozofie spočívá v tom, že se snažím investovat do výjimečných společností, o kterých se domnívám, že jejich fundamentální veličiny dlouhodobě porostou nadprůměrným tempem a že tento jejich investiční příběh není v současnosti trhem správně oceněn. Protože věřím, že takovýchto výjimečných růstových příběhů není neomezený počet, snažím se, aby portfolio fondu obsahovalo spíše menší počet investic (v mém případě maximálně 25 různých investičních nápadů), než je tomu v případě standardních široce diverzifikovaných akciových fondů investujících na vyspělých trzích. Navíc věřím, že tímto způsobem do portfolia zařadím jenom ty nejlepší nápady, které mám, protože malý počet společností bude vždy vytvářet vysokou latku pro vstup. Velký důraz kladu na

větší míru specifčnosti příběhů jednotlivých společností, což mi umožňuje dosáhnout dostatečné diverzifikace i v takhle koncentrovaném portfoliu. Zpravidla hledám takové společnosti, které jsou schopny dosáhnout určitého tempa růstu i v případě nepříznivých sektorových podmínek, resp. pomalejšího růstu lokálních ekonomik díky jedinečné vlastnosti jejich produktů, nebo díky schopnostem managementu. Věřím, že důkladnou analýzou a soustředěním se na několik oblastí, ve kterých dokážu získat dostatečné znalosti, budu schopen tyto společnosti identifikovat.

Které akciové sektory nebo dílčí odvětví Vás nejvíce překvapily z hlediska dosažené výkonnosti YTD od začátku letošního roku, ať už pozitivně nebo negativně? Existují sektory nebo odvětví, jimž se vedlo nadstandardně dobře jak letos, tak i v náročném roce 2018? V kterých

sektorech či odvětvích pak vidíte největší příležitosti překonávat průměr akciového trhu v následujících letech? Kde je naopak na místě mít opatrný nebo dokonce negativní výhled?

Určitě mě překvapila špatná výkonnost biotechnologického sektoru v posledních dvou letech. Situace se trochu změnila od začátku října, ale i přesto tento sektor trpí výrazným odlivem peněz investorů, kteří zatím ignorují přicházející spíše pozitivní fundamentální zprávy. Hlavním důvodem je nejspíše přesun investorů do mnohem defenzivnějších sektorů v důsledku obav blížícího se konce současného býčího trhu. Díky tomu měla v letošním roce na celkovém zhodnocení akcií v mnoha sektorech vyšší podíl relativní změna ocenění než relativní růst fundamentálních veličin. Podle mého názoru stále existují příležitosti spíše v cyklických sektorech, pokud se ukáže, že současný ekonomický cyklus ještě nekončí a aktuální ocenění diskontuje příliš pesimistický budoucí vývoj.

Jak vnímáte regionální rozdíly ve výkonnosti hlavních akciových indexů při

použití kurzového přepočtu do jedné měny? Mají americké akcie šanci dále zvyšovat svůj (výrazný) náskok z předchozích let, nebo považujete za pravděpodobnější, že v příštích letech zhodnotí více např. západoevropské, asijsko-pacifické či emerging markets akcie?

Podle mě za rozdílnou výkonnost jednotlivých regionů může zejména struktura jednotlivých indexů a jejich vnitřní dynamika. Když se podívám na současnou strukturu indexu S&P 500, tak např. 4 společnosti z Top10 (Amazon, Facebook, Google a Visa) před 10 lety neměly buď žádné zastoupení v indexu, nebo jenom velmi malé. A to je jenom vrcholek ledovce. Schopnost mladých amerických společností rychle růst a získávat vyšší podíl v indexu je podle mého názoru hlavním rozdílem v dlouhodobé výkonnosti jednotlivých hlavních indexů reprezentujících největší investorské regiony. Podobnou dynamiku určitě nenajdeme v západní Evropě nebo Japonsku. Když se podívám na srovnání evropského indexu Stoxx 600 a amerického indexu S&P 500, tak se ziskovost evropských firem stále ještě nedostala nad úroveň předchozího vrcholu z roku 2007, zatímco ziskovost amerických firem je o 76 % výše než v roce 2007. To je to, co rozhoduje o dlouhodobé výkonnosti a ne rozdíl v ocenění, který byl po celých uplynulých 10 let přibližně o 2-3násobek hodnoty zisku nižší v Evropě než v USA. Pokud se tato dynamika nezmění, a zatím nevidím pro to důvod, nejspíše budou evropské a japonské trhy zaostávat za USA, i přestože na první pohled stále vypadají levnější.

Může ještě pokračovat značná nadvýkonnost akciových indexů konstruovaných podle zásad růstového stylu (growth) oproti těm reflektujícím hodnotový styl (value)? Nedochází dnes v souvislosti s vysokými valuacemi některých sektorů jako IT ke změně tržního prostředí ve prospěch hodnotových akcií oproti růstovým? Nepředstavuje to výzvu pro fond Top Stocks, který se inspirovat růstovým stylem?

Pokud by ocenění správně reflektovalo budoucí růst, tak by tyto příležitosti neměly vznikat. Ukazuje se však, že je mnohem snazší správně ocenit stabilnější a pomaleji rostoucí společnosti (tudíž nevznikají příležitosti pro nadprůměrné zhodnocení kvůli budoucí změně ocenění) než ty, které procházejí fází nadprůměrného růstu. Trh se

spíše plete v počátečním ocenění délky tohoto nadprůměrného růstu (a zpravidla ho nedoceňuje), což vede k lepší výkonnosti růstových indexů. Asi to i souvisí s výše popisovanou dynamikou amerického trhu, protože tento fenomén nadvýkonnosti růstových indexů je nejvíce vidět právě zde.

Může podle Vás přinášet dlouhodobou nadvýkonnost tzv. faktorové investování, které trvale preferuje akcie vyznačující se např. nízkou volatilitou, nízkou tržní kapitalizací (small caps), vysokými dividendami, kvalitou reprezentovaných firem ve formě osvědčeného obchodního modelu nebo příznivým tržním momentem? Věříte v tomto ohledu některým faktorům více než jiným?

Podle mého názoru rozmach faktorového investování spíše eliminoval jednoduché příležitosti k nadvýkonnosti, takže si neumím představit, že by některý z výše popisovaných faktorů dokázal systematicky dlouhodobě překonávat výkonnost trhu. Do budoucna bude pro úspěšnost aktivního manažera spíše důležitý správný odhad budoucí dynamiky jednotlivých fundamentálních veličin (tedy to, co nejde teď jednoduše spočítat) a tím pádem i identifikace nesprávně oceněných investičních příběhů, než aktuální příslušnost k nějakému faktoru.

Jak se díváte na výrazně uvolněnou měnovou politiku centrálních bank v posledních 5 až 10 letech z hlediska perspektivy akciových trhů? Dosavadní většinou příznivé reakce akciových indexů na monetární expanzi naznačují, že nízké úrokové sazby a redukované náklady na cizí zdroje podporují finanční sílu a ziskovost firem. Kritici ovšem říkají, že tím centrální banky poskytují živnou půdu pro málo rentabilní podnikatelské projekty v podobě tzv. zombie firem a upozorňují na možné problémy do budoucna. Který pohled je Vám bližší?

Určitě je současná monetární politika velmi nestandardní. Na jedné straně byla asi nutnou odpovědí na situaci z let 2008-09, kdy hrozil mnohem větší pokles ekonomické aktivity, než tomu nakonec bylo. Vždyť i to, jak dlouho tato uvolněná měnová politika trvá, je také nejlepším důkazem toho, jak nalomená podnikatelská důvěra po poslední finanční krizi je. Na druhou stranu ale tato měnová politika přináší i velmi negativní dopady. Například dlouhodobé záporné úrokové sazby v Evropě po-

stupně zhoršují situaci v sektorech bankovníctví a pojišťovnictví (což se právě podepisuje i na růstu ziskovosti evropského indexu, v němž mají tyto sektory velký podíl) a mohou zadělat na budoucí problémy. Také se ukazuje, že lidé tyto sazby vnímají spíše jako signál pro vytváření dalších úspor než jako podnět ke zvýšení ekonomické aktivity, takže se začínají míjet účinkem.

Které faktory a události budou podle Vás důležité pro vývoj finančních trhů a hlavních tříd aktiv (nejen akcií) v roce 2020?

Situaci na finančních trzích v posledním období ovlivňovaly zejména nejistota z exogenních šoků (obchodní války, Brexit) a s tím spojené obavy z případného konce současného cyklu a začátku recese. V posledních měsících se situace trochu uklidnila a trhy, zejména ty akciové, promítly do cen očekávané zlepšení fundamentálních veličin ve srovnání s vývojem v letošním roce. Takže investoři budou velmi pozorně sledovat, jestli se tento scénář naplní a jestli to povede k dalšímu prodloužení současného cyklu.

Do jaké míry mohou podle Vás alternativní investice efektivně nahradit dluhopisy v dnešním nízkourokovém prostředí? Záleží hodně na typu alternativních investic?

Alternativní investice asi nemají za cíl nahradit investice do dluhopisů, protože jejich riziko je určité jiné než právě v případě dluhopisů (a tím nemám na mysli jenom státní dluhopisy, ale i třeba vysoce kvalitní krátkodobé korporátní dluhopisy). Kvalitní pevně úročené instrumenty mají nejnížší volatilitu a tím pádem vytváří určitou bezpečnostní složku v portfoliu každého investora pro případ, že nastane potřeba portfolio rychle zpeněžit. Tato výhoda je samozřejmě zaplacená nižším zhodnocením a v současných podmínkách uvolněné měnové politiky bohužel mnohem více než obvykle. Naopak investice do alternativních aktiv by měla přinášet dlouhodobé reálné zhodnocení, které má trochu jiný rizikový profil než standardní rizikovější finanční aktiva a tím pádem je určitou alternativou spíše pro ně. Jejich zhodnocení obsahuje dodatečnou odměnu právě za nižší likviditu, která bývá spojena s tímto typem investic. ■

Rozhovor zpracoval: **Aleš Vocílka**