

Klidný závěr roku nás zřejmě nečeká

Fed se v poslední době do svých rozhodnutí až zamotává a americké akcie již také nejsou vyloženě levné. V Evropě konečně roste ziskovost firem, ale důvěra v pokračování trendu je slabá.

FOND SHOP se zeptal Jána Hájka, portfolio manažera fondu ISČS Top Stocks, na jeho pohled na aktuální situaci na akciových trzích či na „souboj“ indexového investování proti aktivnímu stock pickingu.

Začneme pořádkem aktuální otázkou. Kauza s emisemi Volkswagen posílá dolů akcie většiny automobilek. Jde ale skutečně pro Německo o větší problém než Řecko, jak tvrdí někteří analytici?

Asi to nebude nákladnější problém, každopádně to však je pro Německo velmi nepříjemný problém. Německé společnosti byly dlouhodobě považované za nadprůměrně vedené, určitě alespoň v evropském srovnání, a podvod s emisemi vozů Volkswagen tuto reputaci určitě naboural.

Investoři budou zvažovat, nakolik bylo toto selhání systémové pro německý způsob řízení společností a mohlo by se to nakonec odrazit i v ocenění německých obchodovaných společností. Krátkodobě se spíše projeví negativní dopady pro samotný Volkswagen, velikost pokut a potřeba odškodnění spotřebitelů rozhodne o nutnosti emitovat nový kapitál a z rozdílu cen akcií s hlasovacím právem a akcií bez hlasovacího práva je jasné, že investoři předpokládají, že společnost nějaké nové akcie bude muset vydat.

Myslím si, že i způsob řešení této kauzy bude mít vliv na případný reputační dopad, který jsem zmiňoval na začátku mé odpovědi.

Opusťme Německo. Rozhodnutí Fedu nejsou v poslední době zrovna dokonale čitelná, názory na, to kdy

konečně zvedne sazby, se mění. Co čekáte Vy? A bude mít růst sazeb, až k němu konečně dojde, vůbec nějaký výrazný dopad na akciové trhy?

V poslední době mám pocit, že se americký Fed čím dál více zamotává ve snaze dělat jednotlivé kroky s co nejmenším dopadem na finanční trhy. Při pohledu na současnou výkonnost



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.

americké ekonomiky si myslím, že by to pro americkou ekonomiku nebyl žádný problém, kdyby základní sazba Fedu nebyla na nule, ale například na jednom procentu.

Přijde mi, že představitelé Fedu zapomínají, že jejich politika bude mít vždy nějaký negativní dopad na nějakou část finančního trhu a snahu provádět měnovou politiku s minimálními negativními šoky pro finanční trhy považuji za pomýlenou. Ostatně samotné odložení zvýšení úrokové sazby v září nakonec přineslo mnohem větší volatilitu na trzích, protože tento krok zůstal investory nepochopen.

Kde jsou vlastně aktuálně podle Vás největší problémy, které akciové či obecně finanční trhy tíží? Čína?

Myslím si, že je to kombinace více faktorů. V USA ziskovost akciových společností roste již šestým rokem a i když se v posledních dvou letech nejedná o žádný převratný růst, stále chodí relativně pozitivní čísla.

Na druhé straně je ta lehčí fáze ekonomického cyklu už dávno za námi, potenciál nadprůměrného růstu ziskovosti díky expanzi marží již byl vyčerpán a současný relativně průměrný růst ziskovosti vypadá velmi zranitelně v případě exogenních šoků (jako byl například pokles cen ropy a jeho dopad do ziskovosti energetických společností).

Také ocenění amerických akcií není nijak levné (ale na druhé straně ani nijak drahé) a není zde žádný velký potenciál pro dodatečný nadprůměrný výnos dosažený růstem ocenění akcií.

V Evropě po několika letech poklesu a následné stagnace ziskovosti společností konečně v posledních 12 měsících začal tento ukazatel růst, nicméně důvěra mezi investory v jeho pokračování je hodně nízká a neustále přetrvávají obavy, že brzy dojde k ukončení tohoto růstu, ať už kvůli

vnitřním problémům, nebo v důsledku nějaké ekonomické nátky zvětší.

Situace v Číně je ještě komplikovanější, protože se zdá, že zdroje nadprůměrného růstu z posledních deseti let byly vyčerpány a tato ekonomika momentálně hledá nové způsoby, jak dále rychle růst. Orientace pouze na export a investice do infrastruktury je již nedostatečná pro zabezpečení dlouhodobého ekonomického růstu a není jasné, jestli bude Čína stejně úspěšná i v jiných činnostech, které by k tomuto rychlému růstu mohly vést.

Dá se říct, že krátká tržní historie této země nedává investorům dobrá vodítka, jak by se situace mohla vyvinout a také kroky některých klíčových institucí z poslední doby nebyly považované za příliš dobré (např. intervence na akciovém trhu, resp. nejednoznačně vysvětlená devalvace yuanu).

Co rozvíjející se trhy (mimo Čínu), ani tam se nezdá být situace zrovna čitelná?

Ostatní rozvíjející se trhy jsou zasažené stejnými problémy, kterými trpí i Čína, tj. příliš jednostrannou orientací jejich ekonomik. Navíc jejich ekonomiky hodně závisely na importní poptávce právě z Číny, která v posledních měsících výrazně zpomalila. Dalo by se říct, že tato část investičního světa se v současnosti potýká s asi největšími problémy (i v důsledku pokračujícího odlivu kapitálu) a také je pozorně sledována jako možné ohnisko budoucí globální ekonomické náklady.

Máme před sebou (již probíhající) výsledkovou sezónu. Myslíte, že může situaci na trzích uklidnit, nebo se spíše bojíte, že dodá další nejistotu?

Probíhající výsledková sezóna hodně napoví nakolik jsou americké společnosti schopné se vyrovnat se současnými, nepříznivými faktory – posílením amerického dolaru a i s tím souvisejícím poklesem poptávky na rozvíjejících se trzích. Zejména bude důležité sledovat, jestli přetrvá trend růstu ziskovosti nekomoditních sektorů.

V případě evropských společností bude důležité, jestli tyto společnosti

přiběh a i z toho pramení jejich nervozita, která se projevuje ve zvýšené volatilitě cen akcií posledních týdnů. Domnívám se, že by letošní závěr roku mohl být volatilnější než předchozí dva roky.

Nezdá se Vám, že politici mají v poslední době až přehnaný vliv na akciové trhy? Jeden tweet či prohlášení dokážou poslat dolů či nahoru klidně celý trh, nebo minimálně jeho část. Naposledy třeba možná poněkud populistický, kampaní hnaný tweet Hillary Clinton..

Politici mohou mít na akciové trhy jenom takový vliv, jaký jim přisoudí investoři. Z dnešního pohledu je zřejmé, že se v biotechnologickém sektoru pohybovalo příliš velké množství investorů bez hlubší znalosti jeho fungování a bylo jenom otázkou času, co nějaká negativní událost povede ke korekci v sektoru.

Na druhé straně jsou takovéto korekce zdravé a velmi často přinášejí zajímavé příležitosti. Z pohledu dlouhodobé výkonnosti těchto akcií bude nakonec stejně důležité to, jestli technologický skok ve vývoji nových léků

ské akcie dokázaly udržet současný nadprůměrný růst ziskovosti, tak by určitě ve srovnání s americkými akcemi mohly v příštích 12 měsících dopadnout lépe.

V jejich prospěch hraje možnost procyklického návratu marží na předchozí maximální úroveň (který už v USA proběhl) a relativní diskont v ocenění vůči americkým akciím. Nutnou podmínkou však je právě ten vyšší růst ziskovosti než v případě amerických akcií.

Když už jsme narazili na Váš fond. Letos jste oslavili 9 let od jeho založení a s velmi zajímavými výsledky. Fond je přitom jasnou ukázkou stock pickingu, který dnes ovšem čelí tlaku indexového investování a ETF. Přezijí stock picking?

Indexové investování je samozřejmě velmi vhodné pro každého, kdo se výběru společností nechce věnovat, ale musí se připravit na to, že to má také své mouchy.

Jednak investor kupuje společnosti podle jejich tržní kapitalizace (která definuje podíl na jeho portfoliu), což je veličina, která velmi málo vypovídá o tom, jaké potenciální zhodnocení daná společnost nabízí a také ve dvou skupinách společností bude investor automaticky na špatné straně. Bude mít v portfoliu společnosti, které budou špatné a jednou z indexu vypadnou a naopak nebude mít v portfoliu ty společnosti, které se jednou do indexu díky svému úspěchu dostanou.

Samozřejmě lze namítnout, kde bude vyšší chybovost, jestli v mém výběru nebo v konstrukci indexu, ale pro mě je i tohle součástí mé investiční filozofie. Tj. nepoužívat metody, o kterých vím, že mi o budoucnosti nic neřeknou.

I proto si myslím, že by stock-picking měl přežít, protože to sice není jednodušší metoda výběru akcií, ale určitě je správnější. A ani v případě investice do indexových fondů se investor nezabývá povinností sledovat ocenění akcií a rozumět tomu, jestli je ocenění jeho fondu správné. V opačném případě je výsledek jakékoliv takovéto investice pouze dílem náhody. ■

Jiří Mikeš

I proto si myslím, že by stock-picking měl přežít, protože to sice není jednodušší metoda výběru akcií, ale určitě je správnější.

budou pokračovat v započatém trendu nadprůměrného růstu ziskovosti.

K uklidnění trhů by určitě přispělo, pokud by společnosti ve větší míře přicházely s dlouhodobějšími pozitivními prognózami svých výsledků. Jako nejpravděpodobnější se mi ale zdá, že se bude opakovat předchozí výsledková sezóna, která sice přinesla relativně pozitivní zprávy, tyto však nebyly dostatečně dobré, aby vedly k uklidnění situace na akciových trzích.

Vlastně související otázka. V předchozích řekneme dvou letech, býval podzim poměrně klidným obdobím a ostatně i různá investiční „pořekadla“ radí na prázdniny prodat a vracet se na trhu touto dobou. Myslíte, že tomu bude tak i letos?

Tak jak jsem psal výše, spíše si myslím, že aktuálně investoři jenom velmi těžce nalézají nějaký zřejmý pozitivní

bude i nadále pokračovat. Moje nedávná návštěva jedné investorské konference mně utvrdila v názoru, že se stále jedná o jeden z nejzajímavějších růstových sektorů, do kterých lze investovat.

Ve fondu ISČS Top Stocks, který řídíte, dlouhodobě převažuje USA nad Evropou, byť jde spíše o výsledek stock pickingu. Dá se říci, že i nadále věříte více akciovým trhům v USA než v Evropě, neměla by Evropa začít USA konečně dohánět?

U mě je teritoriální rozložení skutečně důsledkem schopnosti nalézt zajímavé společnosti na jednotlivých trzích a také tím, že se americkému trhu při své analýze věnuji více. V sektorech, které podrobně analyzuji, se většinou lídři těchto sektorů obchodují v USA.

Nicméně pokud se podívám na tyto trhy jako celek, tak pokud by si evrop-