

First Eagle: Nadčasová výhoda hodnotového investování

Rozhovor s portfolio manažery
(31. 10. 2019)

First Eagle Amundi International

- ✓ Fond vyhledává odolné společnosti, které jsou dočasně přehlíženy trhem bez zřejmého důvodu. Tyto firmy se snaží nakupovat ve slevě, tedy kdy jsou relativně levné.
- ✓ Základem jeho strategie je tzv. hodnotový přístup, který se zaměřuje na důkladnou analýzu firmy, na místo jen tržního odvětví. Zároveň je přístup fondu velice trpělivý, pragmatický a opatrný. Manažeři se nenechávají strhnout davem. Kupují jen ty firmy, které mají nepopíratelnou a těžko kopírovatelnou konkurenční výhodu – od vlastnictví vzácného zdroje, přes know-how k vlastnictví distribuční sítě.
- ✓ Fond nemá omezení k investici do určité třídy aktiv nebo sektoru, je flexibilní a adaptabilní – kromě akcií a dluhopisů drží i cenné papíry vázané na zlato a to jako pojištění - ke snížení celkového investičního rizika. Fond je vhodný do prostředí vyšší volatility a politické nejistoty.

Portfolio manažeři fondu

- ✓ **Matthew McLennan**, CFA: Head of Global Value Team
- ✓ **Manish Gupta**: Associate Portfolio Manager



Otázky a odpovědi položené portfolio manažerům

First Eagle vždy považoval zlato za potenciální jistotu (zajištění proti krizím). Mohou tuto roli vykonávat také kryptoměny?

Matthew McLennan: To je k diskusi, ale nikdo nezná odpověď. Kryptoměny jsou stále na začátku svého evolučního vývoje. Jsou zde s námi prakticky pouze jednu dekádu, naproti tomu zlato je používáno jako uchovatel hodnoty po mnohá tisíciletí. Každopádně, některé kryptoměny, jako třeba Bitcoin, byly vytvářeny s tím, že mají omezenou nabídku, podobně jako je tomu v případě zlata.

Nicméně zlato má určité vlastnosti, které jej činí zajímavým. Je krásné, zpracovatelné, vhodné pro ražení mincí, a jeho chemické vlastnosti způsobují, že nemá ekonomická rizika charakteristická pro jiné komodity.

Bitcoin je digitální myšlenka. To je to nejlepší, co o něm dokážeme říci. Je to vlastně call opce (kupní opce) na digitální zlato v budoucnu. Nyní je ale stále mladý.

Jedním z problémů týkající se Bitcoinu je to, že má mnoho konkurentů (další kryptoměny). Zatímco nabídka Bitcoinů je relativně omezená (vzácná), může být tzv. forknutý (oddělí se z něj další kryptoměna jako například bitcoin cash – poznámka autora). Může tedy vznikat plno dalších kryptoměn, které Bitcoinu konkurují. Od svého vzniku ztratil Bitcoin přibližně polovinu tržního podílu v rámci trhu kryptoměn.

V souvislosti s Bitcoinem se objevují další složitosti, jako například skutečnost, že většina těžby Bitcoinů probíhá v Číně (těžba není to samé, jako když kopete krumpáčem do země a hledáte zlato, těžba Bitcoinů představuje potvrzování transakcí v bitcoinové síti – poznámka autora). To zabírá velkou část bitcoinové sítě a ta proto nemusí být tak zabezpečená, jak se plno lidí domnívá. Všechny tyto faktory se promítají do velmi vysoké volatility ceny Bitcoinu, na rozdíl od ceny zlata. To Bitcoinu brání, aby se stal uchovatelem hodnoty. Vzhledem k tomu, že cena Bitcoinu zahrnuje také spekulativní složku, pak platí, že v určitých časových periodách je více korelována s rizikovými aktivy, jako jsou růstové akcie. To však neplatí pro zlato. To se obecně pohybuje protisměrně, než ceny akcií.

Shrnutí a podtrženo, Bitcoin. Ještě nevidíme jako potenciální zajištění. Rozumíme argumentům, proč by se to mohlo stát v budoucnu, ale je příliš brzy na to odpovědět. Bitcoin je stále příliš volatilní a v našich myslích zůstává stále spíše spekulací.



Váš tým velmi pečlivě sleduje umělou inteligenci (AI). AI jednoznačně zvyšuje efektivitu a produktivitu. Existují ale příklady, které pro fond First Eagle mohou znamenat investiční příležitost?

Manish Gupta: Aktuálně nad žádnou takovou investicí nepřemýšlíme. To je spíše pro tematický fond a my nejsme tematičtí investoři. Jsme investoři, kteří využívají metodu zdola nahoru (bottom-up).

Většina čistě AI společností byly na začátku své existence malé, spíše produktově zaměřené start-upy, které byly následně získány většími společnostmi. To platí v oblasti polovodičů, jako v případě společnosti Intel, která koupila Nervana Systems. Nebo v případě softwaru, kde například Google koupil DeepMind. Pro společnosti či uživatele technologie AI nejde pouze o produkt jako takový, ani nejde o jediné řešení. Jde o sadu či systém technologií, které potřebují ke zvýšení své produktivity.

Zákazníci potřebují skutečně velké množství dat k tomu, aby modely využívající AI fungovaly. Integrace s existujícími aplikacemi a databázemi, a snadnost jejich použití, jsou kritické. Jednoduchost použití je v kontextu popularity AI podceněna.

Stále také není mnoho vyškolených techniků nebo odborných vědců, které si konkrétní podnik může najmout. Talentovaní pracovníci jsou vzácní. AI je novým oborem a většina nejlepších světových inženýrů a vědců pracuje ve čtyřech firmách: Microsoft, Google, Facebook a Amazon. Proto se náš pohled na téma umělé inteligence liší od širší investiční komunity.

Náš názor je, že AI bude více začleňována do softwarových a hardwarových ekosystémů tak, aby zákazníci mohli naplno využívat její účinnost. Ono se tak už děje, když se podíváte na nástroje, které jsou nabízeny v rámci podnikového softwaru. Jedná se o cloudy či podnikové provozovny (podnikové areály). Společnosti jako Oracle, Facebook a Taiwan Semiconductor (TSMC) již investovaly do AI technologie právě proto, aby pomohly svým odběratelům. Oni vlastně používají podobnou technologii ke zlepšení svého vlastního byznysu.

Vezměte si právě Oracle. Jeho nové autonomní databáze a aplikace využívají AI technologii, což vede k podstatnému zvýšení produktivity. Společnost Oracle využívá k řízení vlastního podnikání svou vlastní AI technologii. Facebook zase používá AI technologii pro lepší cílení reklam. Používá umělou inteligenci k filtrování obsahu a ke zvyšování úrovně zákaznické péče.

Největší výrobce polovodičů na světě TSMC bude pravděpodobně patřit k nejlepším volbám pro jakoukoli společnost působící v oblasti designu polovodičů, ať se jedná o AI produkt či něco jiného. Využití autonomní automatizace a velkých dat v rámci fungování výrobních hal až po prodej a sledování automobilů vyžaduje využití velkého množství polovodičů. Například také Analog Devices nebo Texas Instruments mají velmi dobré postavení na trhu analogových polovodičů.

Nejdůležitější, hlavně pro tematické investory, je uvědomění si, že příjmy plynoucí z využívání AI pro téměř všechny technologické společnosti jsou stále velmi malou částí jejich celkového byznysu. Pro investory je důležité zaměřit se na ocenění, kvalitu businessu a také dobu fungování franšízy.

Matt často hovoří o tom, že většina podniků v průběhu času „taví kostky ledu“. My hledáme udržitelnost tržního podílu, abychom získali představu o ekonomické výhodě dané firmy. Naše doba držení je téměř deset let, takže doba fungování franšízy je velice důležitá.

Dalším způsobem, jak se podívat na AI technologii, a na technologický průmysl obecně, je, posoudit riziko ohrožení stávajících společností v našem portfoliu. Ohrožení se může týkat jak maloobchodních společností, automobilových společností, tak společností z oblasti služeb (včetně finančních služeb). Chceme totiž vlastnit společnosti, které mohou fungovat a prosperovat dlouhodobě.

Úspěšné hodnotové investování závisí na vyvažování protikladných postojů. Hodnotové investování, především posledních 20 až 30 let, se stalo velmi populární. Také mnoho obchodních škol má konkrétní třídy zaměřené na hodnotové investování (vyhledávání hodnoty). Může být hodnotové investování dlouhodobě úspěšné, vezmeme-li v potaz všechny investory, kteří byli vzděláváni v učení Grahama či Doddova (hodnotoví myslitelé a investoři – poznámka autora)?

Matthew McLennan: Existuje mnoho lidí, kteří v posledních dvou desetiletích dostali vzdělání ohledně Grahamově a Doddově přístupu v hodnotovém investování, například na vysokých školách. Tato čísla jsou však nic ve srovnání s množstvím lidí, kteří pokračovali v získávání MBA a absolvování dalších kurzů zaměřených na růstově orientované trendy. Většina lidí, se kterými se setkávám na společenské úrovni, je nadšená svým „osobním dotcomem, aplikacemi, softwarem, rizikovým kapitálem nebo krypto dobrodružstvím“. Jen velmi málo z nich se soustředí na celoživotní vyhledávání hodnoty, tedy hodnotové investování.

Za druhé, lidé si někdy v rámci vzdělávání odnáší ty špatné lekce. Existuje značná část kapitálu, která se pokouší kopírovat historický vývoj a chce z něho profitovat, a to pomocí čistě statistického přístupu se zaměřením na vyhledávání nízkého P/E (price-earnings ratio neboli poměr ceny k zisku – poznámka autora). Na druhé straně uznáváme, že někdy jsou nejdůležitější aktiva v rámci dané společnosti ta nehmotná – například silná tržní pozice nebo kvalitní governance (řízení a kontrola společnosti – poznámka autora). My trávíme mnoho času analýzou faktorů, které nemůžete jednoduše kvantitativně změřit, a to je důležitý odlišující faktor.

Chcete-li investovat globálně, mnoho investičních příležitostí jsou drženy holdingovými společnostmi nebo mají složitou kapitálovou strukturu. V těchto případech nemusí základní ekonomickou realitu odrážet pouhé rychlé filtrování čísel. Neexistuje jednoduchý způsob, jak vzít zjednodušenou veřejnou historii a statisticky identifikovat investiční příležitosti. Pokud se chystáte být hodnotovým investorem, musíte se zavázat, že budete kvalitním odborníkem, analytikem. To trvá dlouho a týká se malého množství lidí, kteří jsou ochotni pustit se do toho.

Stejně důležitý faktor jako je analýza, věc, dokonce snad ještě vzácnější, je temperament. Pozorujeme jen velmi málo lidí, kteří jsou ochotni investovat v horizontu pěti až 10 let. Většina lidí investuje v mnohem kratších investičních horizontech. Chcete-li uplatnit hodnotový přístup k objevení dobré investiční příležitosti, musíte mít sestaven flexibilní globální seznam těchto příležitostí a být ochotni zůstat mimo trh, když tyto příležitosti nejsou dostatečně atraktivní. Neznáme mnoho lidí, kteří jsou ochotni zůstat globálně zaměřeni nebo jsou ochotni nechat peníze nepracovat.

Investiční rozhodování není obecně založeno na pokoře. Velká většina investorů vynakládá své úsilí na přesné předpovídání budoucnosti. My si naopak pokory ceníme. Spíše trávíme více času využíváním tržních pohybů, poté co k nim dojde, než, že se je snažíme předvídat.

Převážná část prostředků přitékajících do aktiv (především akcií) není založena na hodnotě. Jedná se především o pasivní strategie, které jsou svou povahou cenově agnostické (neřeší cenový vývoj). My tyto celkové pasivní strategie považujeme za rizikové, a to vzhledem k valuacím a vzhledem k tomu, v jaké fázi hospodářského cyklu se nacházíme. Navíc jsou zde značná geopolitická rizika a rizika zadlužení. Na druhé straně je dost riskantní být tzv. mimo trh (nebýt zainvestován – poznámka autora), protože návratnost hotovosti se nachází výrazně pod růstem peněžní zásoby.

Neexistuje žádná náhrada za promyšlenou, selektivní a správnou účast (rozuměj kvalitně portfolio manažerskou) na světových příležitostech. A to je právě to, kde First Eagle alokuje velkou část svého času. Proto povzbuzuji lidi, aby studovali hodnotové investování. Bohužel plno lidí se s vidinou rychlých zisků nechá zlákat a se svými úsporami hrají spíše loterii, než je investují.

Upozornění:

Uvedené informace nepředstavují nabídku, poradenství, investiční doporučení ani analýzu investičních příležitostí ze strany kterékoli společnosti ze skupiny Amundi. Předchozí ani očekávaná budoucí výkonnost nezaručuje skutečnou výkonnost v budoucím období. Před investicí by klient měl provést vlastní analýzu rizik z hlediska právních, daňových a účetních konsekvencí, aniž by se výlučně spoléhal na informace v tomto dokumentu. Hodnota investice a příjem z ní, může stoupat i klesat a nejsou zaručeny jak návratnost investované částky, tak ani případné vyplacení dividendy. U dividendových tříd rozhodne nebo nerozhodne o vyplacení dividendy za příslušné období představenstvo, a to s přihlédnutím k výsledkům hospodaření fondu. Výnos u cizoměnových investičních nástrojů může kolísat v důsledku výkyvů měnového kurzu. Zdanění závisí vždy na osobních poměrech zákazníka a může se měnit. Úplné názvy podílových fondů, detailní přehled výkonnosti, informace o rizicích, včetně rizik vyplývajících ze zaměření na private equity investice, a další informace jsou zveřejněny v českém (Amundi CR) nebo anglickém jazyce (Amundi AM) na www.amundi.cz ve statutech fondů, sděleních klíčových informací, nebo prospektech fondů. Bližší informace získáte na infocr@amundi.com nebo www.amundi.cz. Žádná ze společností ze skupiny Amundi nepřijímají žádnou přímou ani nepřímou odpovědnost, která by mohla vzniknout v důsledku použití informací uvedených v tomto materiálu. Uvedené společnosti není možné volat jakýmkoli způsobem k odpovědnosti za jakékoli rozhodnutí nebo za jakoukoli investici učiněnou na základě informací uvedených v tomto materiálu. Informace uvedené v tomto materiálu nebudou kopírovány, reprodukovány, upravovány, překládány nebo rozšiřovány mezi třetí osoby bez předchozího písemného souhlasu ani mezi subjekty v jakékoli zemi nebo jurisdikci, které by vyžadovaly registraci kterékoli společnosti ze skupiny Amundi nebo jejich produktů v této jurisdikci, nebo ve kterých by mohla být považována za nezákonnou. Tyto materiály nebyly schváleny regulátorem finančního trhu. Tyto materiály nejsou určeny americkým osobám a nejsou zamýšleny pro seznámení nebo použití jakoukoli osobou, ať již se jedná o kvalifikovaného investora, či nikoli, z jakékoli země nebo jurisdikce, jejichž zákony nebo předpisy by takového sdělení nebo použití zakazovaly.