

# First Eagle Reflections



Vydání pro rok 2018-2019

Pouze pro profesionální klienty



# SHRNUTÍ

6

Ohlédnutí za rokem 2018... a pohled vpřed

16

Na prahu něčeho nového

24

Podobné zlatu

32

O společnosti First Eagle

34

Narušení vývoje s marží bezpečnosti

38

Oslavme 40 let investičních úspěchů

# S POTĚŠENÍM VÁM PŘINÁŠÍME DRUHÉ VYDÁNÍ FIRST EAGLE REFLECTIONS

**V**e vydání *First Eagle Reflections* na rok 2017–2018 jsme se zabývali rozdílem mezi volatilitou a rizikem a všimli jsme si, jak rozdílnými cestami se vydaly. Na jednu stranu nízká volatilita akcií znamenala, že se trh neustále posouval výše a do hodnocení budoucích očekávání promítal stále optimističtější scénáře. Na stranu druhou podstatně vzrostla i riziková stránka rovnice, napříč časem a spektrem napnutých cen aktiv, vzedmuté fiskální nerovnováhy a přiostrujícího se geopolitického napětí. Dříve nebo později muselo dojít ke korekci dichotomie mezi volatilitou a rizikem buď ve formě vyšší volatility a s tím souvisejícího negativního vlivu na ocenění aktiv, anebo v podobě bezpečného vyřešení hlavních rizik. V průběhu roku 2018 mnohá z těchto klíčových rizik vystoupila do popředí širšího trhu a byli jsme svědky zvýšené volatility a následného propadu cen aktiv. Tento nárůst vnímaného rizika hodnotíme z dlouhodobého hlediska jako pozitivní vývoj.

Nově se rozvíjející akciové a dluhové trhy byly po většinu roku pod tlakem. Zejména čínské akcie zaznamenaly prudký pokles, když akciový trh v roce 2018 podle indexu MSCI China poklesl o téměř 20 %. Problémy v Číně jsou vážnějšího rázu, nejde pouze o obchodní spory s USA. Čína doposud byla vepicentru boomu globálního růstu nabídky peněz a tvorby dluhu, které byly základem dlouhodobého hospodářského růstu nejen v Číně, ale na celém světě. I drobné zhoršení hospodářských podmínek pak může způsobit, že se hospodářský cyklus stane agresivně negativním, a my jsme přesvědčeni, že investoři teprve začínají chápat potenciální vliv tohoto rizika a zohledňovat ho v ocenění aktiv.

Evropa se dále potýká s růstem a rostoucí nacionalismus začíná nahlodávat velkolepý experiment zvaný Evropská unie – nejznámějšími příklady jsou brexit a nedávno navržený italský rozpočet, ale toto téma se projevuje v politických trendech ve většině evropských zemí. Nezaměstnanost v Evropě poklesla, podobně jako v mnoha dalších regionech, a i když komentátoři tvrdí, že ekonomické podmínky vypadají příznivě, my se ptáme, do jaké míry je vhodné považovat ekonomické podmínky, jejichž základem jsou negativní úrokové sazby, za „příznivé“. Ceny akcií evropských bank významně poklesly a mohly by být pověstným kanárkem v uhelném dole.

Podmínky v USA jsou v příkrém kontrastu k většině ostatních ekonomik. Americká ekonomika se solidně zotavila z velké recese a nezaměstnanost je na 3,9 %\*, což je nejnižší úroveň od konce 60. let 20. století. Ve vztahu k USA nám však největší starosti dělá schodek rozpočtu, který aktuálně dosahuje 4,0 % \* a očekává se jeho další růst. Tento deficit je vysoký na to, v jaké fázi obchodního cyklu se nacházíme, a v případě oslabení ekonomiky by vedl ke vzniku širšího spektra ještě větších deficitů. Srovnáme-li to s posledním obdobím, kdy nezaměstnanost v USA dosahovala úrovně zhruba 4 %\*, tedy rokem 2000, hospodařila země s rozpočtovým přebytkem. Potvrá ještě několik čtvrtletí, než se ukáže, do jaké míry byl nedávný nárůst výnosů firem výsledkem fiskálních stimulů, včetně daňové reformy, a do jaké míry je tento růst schopen udržovat sám sebe.

Obecně lze říci, že ekonomiky celého světa nevyužily příznivých fází cyklu od globální finanční krize k oddlužení. Naopak, úvěry použité k podpoře oživení se časem rozrostly. V důsledku toho je na většině vyspělých trhů zadlužení (v poměru k HDP) vyšší než v letech 2007-2008. Nedávný nárůst volatility finančních trhů – napříč všemi třídami aktiv, nikoliv pouze akcií – je známkou toho, že investoři konečně začínají při hodnocení investic zohledňovat rizika. Jde o zdravý proces, i když nám někdy pořádně cuchá nervy.

Náš trpělivý, dlouhodobě orientovaný přístup k hodnotovému investování, založený na „marži bezpečnosti“, nás dovedl do pozice, která je podle našeho názoru vhodná ve vztahu k aktuálním podmínkám. Jsme přesvědčeni, že je důležité být i nadále obezřetní a postupovat opatrně, avšak využít volatility k umístování kapitálu do významných podniků s rozumným oceněním.

Těší nás, že máme příležitost poskytovat vám své služby.

S pozdravem



**MEHDI MAHMUD**

Prezident a generální ředitel  
First Eagle Investment Management

\*Zdroj: Bloomberg (CBO, BLS). Nezaměstnanost ke konci prosince 2018. Fiskální údaje ke konci září 2018.



# OHLÉDNUTÍ ZA ROKEM 2018... A POHLED VPŘED

## S MATTEM McLENNANEM

Šéfem Global Value týmu



### OT.

**ROK 2018 BYL ROKEM PLNÝM ZVRATŮ. KDYŽ SE OHLÉDNETE ZPĚT, JAK BY PODLE VÁS MĚLI INVESTOŘI HODNOTIT UDÁLOSTI ROKU 2018?**

**D**alo by se říci, že vývoj trhů v roce 2018 odpovídal obavám, které jsme vyslovili počátkem roku. Když se ohlédneme za loňským vývojem globálních akciových indexů, povšimneme si dvou výrazných jevů. Zaprvé, ocitli jsme se v prostředí pozdních fází cyklu a byli jsme svědky něčeho, co bych nazval trendem zužování trhů. Nejméně v prvních devíti měsících roku 2018 vděčily hlavní globální akciové indexy za své výsledky neustále se snižujícímu počtu akciových titulů, zejména amerických firem z oblasti technologií, spotřebního zboží a zdravotnictví. Většina z nich je považována za růstové tituly, takže jejich silné výsledky vedly k neuspokojivé výkonnosti hodnotově orientovaných strategií. Druhou věcí, která byla po většinu roku latentní, avšak mnohem více patrná v poslední čtvrtině roku, bylo volatilnější prostředí na trhu, v němž se odrazil vliv zpřísňování politiky na celém světě. Trh v USA měl zdaleka nejlepší výsledky mezi akciovými trhy světa, ale

i v USA došlo k téměř 20% poklesu mezi zářijovým maximem S&P's a prosincovým minimem. Do určité míry může jít ještě o nedocení úrovně, do jaké byly negativně ovlivněny ceny akcií: v jednu dobu se více než 75 % firem na Newyorské burze obchodovalo pod 200denním klouzavým průměrem jejich cen.<sup>1</sup> Poškození pod povrchem trhů bylo mnohem závažnější, než by se zdálo ze samotných indexů. To platilo o to více mimo USA. Akciový index EAFE poklesl od své maximální hodnoty o 24 %. Čínské akcie poklesly o 30 a více procent a některé měny, například turecká lira nebo argentinské peso, ztratily více než 50 % ze své hodnoty vůči americkému dolaru. Prostředí loňského roku mi do určité míry připomíná rok 1998.

1. Zdroj: Bloomberg



# OT.

## V ČEM SPOČIVÁ TA PODOBNOST, TEDY KROMĚ TOHO, ŽE FRANCIE V ROCE 1998 I V ROCE 2018 VYHRÁLA SVĚTOVÝ POHÁR?

**A**no, to je rozhodně důležitá paralela, ale právě to jsem na mysli neměl. V roce 1998 panovalo prostředí, kdy globální akciové trhy, tedy alespoň vyjádřeno hlavními akciovými indexy, zažívaly boom. Koncem roku pak došlo ke krachu významného hedgeového fondu, Long-Term Capital Management. To vedlo ke vzniku rizikového momentu, kdy se indexy prudce propadly. V loňském roce k podobnému krachu sice nedošlo, byli jsme však svědky toho, jak se cena akcií bývalého titána průmyslu, společnosti General Electric, dostala do jednomístných čísel, což je úroveň, jakou jsme neviděli již více než dvě desetiletí. V roce 1998 také došlo ke krizi na nově se rozvíjejících trzích: nikoliv v Turecku či Argentíně jako loni, ale v Asii, především v Thajsku a Jižní Koreji.

Rok 1998 byl rovněž obdobím, kdy byly globální akciové indexy svědkem efektu zúžení trhu, kdy akcie, u nichž se očekával růst, zejména v sektoru technologií, médií a telekomunikací, především pak ze Spojených států, hnaly trhy ještě výše; a hodnotově orientované strategie vykazovaly neuspokojivé výsledky. Stejně jako před dvaceti lety jsme loni byli svědky rostoucích výnosů v USA a nižších cen zlata. Spolu se zplošťující se výnosovou křivkou jde o vývoj podobný konci 80. a 90. let a v období, které předcházelo globální finanční krizi. Skutečnost, že jsme svědky podobného vývoje, nemusí tedy pro následující čtyři roky nebo pět let znamenat nic moc příznivého. Mezi roky 1998 a 2018 však existují i některé zásadní rozdíly.

# OT.

## O JAKÝCH ROZDÍLECH HOVOŘÍTE?

**K**oncem 90. let byl na americkém trhu poměr P/E mnohem vyšší, než je nyní, ale hodnota podniků vůči příjmům byla v podstatě na stejné úrovni jako dnes. To znamená, že nyní mají podniky vyšší marže. Hlavním důvodem vyšších podnikových marží je současná fiskální politika v USA. V roce 1998 hospodařila americká vláda s finančním přebytkem. Jde o klasicky keynesiánskou situaci: když ekonomika funguje nad převládajícími trendy, měla by vláda vytvářet přebytek; pokud

Jednoduchá fiskální politika je velmi přínosná pro ziskové marže firem. Zatímco poměr P/E může vypadat přiměřeně, marže jsou neobvykle vysoké, a to je obvykle neudržitelná situace.

jsme ve spodní fázi cyklu, měla by vláda hospodařit se schodkem. Ekonomika v roce 2018 byla zjevně nad svým potenciálem, ale USA hospodařily se 4% deficitem. To je obrovský rozdíl oproti roku 1998, který není nezbytně pozitivní. Jednoduchá fiskální politika je velmi přínosná pro ziskové marže firem. Zatímco poměr P/E může vypadat přiměřeně, marže jsou neobvykle vysoké, a to je zpravidla neudržitelná situace. Naše hodnocení hodnoty podniků v poměru k jejich ziskům ukazuje, že celkové ocenění akcií je dnes hodně podobné tomu v roce 1998.

Ziskové marže firem jsou vysoké také díky některým přetrvávajícím trendům. Přechod od výrobně orientované ekonomiky k ekonomice zaměřené na služby povede s vyšší pravděpodobností ke vzniku lokálních oligopolů. Nástup obrovských technologických platforem přináší poměrně vyšší hodnotu a vysoké marže. Globální trh práce je zahlcen díky vstupu více než

miliardy pracovníků ze zemí, jako jsou Čína nebo Indie, což významně podkopalo vyjednávací pozici odborů. A cyklicky je důvěra společností vysoko díky již dříve uvedenému fiskálnímu stimulu. To má samozřejmě své důsledky: spolu s nárůstem ziskových marží podniků dochází ke stagnaci mezd, což je voda na mlýn populistům všude na světě.

## OT.

**DALŠÍM DŮLEŽITÝM ROZDÍLEM MEZI ROKY 1998 A 2018 JE CELKOVÁ ÚROVEŇ GLOBÁLNÍHO ZADLUŽENÍ - TÉMA, KTERÉ V POSLEDNÍCH LETECH VEDE K OBAVÁM. DOŠLO V TÉTO OBLASTI K NĚJAKÝM ZMĚNÁM?**

**M**yslím, že se situace zkomplikovala, zejména pro Čínu. V USA dochází k většině excesů ve státním sektoru a vlády mají způsoby, jak problémy odepsat a zamlžit. Ale v Číně došlo v posledních 18 měsících ke značnému posunu. Do té doby pocházela velká část čínského úvěrového růstu ze sektoru stínového bankovníctví, podobně jako tomu bylo v dřívějších cyklech v USA, kdy jsme byli svědky růstu repo trhů a krátkodobého financování zajištěného aktivity. Když k něčemu podobnému začalo docházet v Číně, vláda začala přitahovat otěže a měnový růst v Číně v současné době poklesl na polovinu. Měnový růst poklesl ze zhruba 15 % na přibližně 8 %. Oficiální statistiky naznačují, že nedošlo ke změně hospodářského růstu, a to i přesto, že růst úvěrů poklesl na polovinu. Proto se domnívám, že na oficiální statistiky je třeba pohlížet s nadhledem.

Při tak významném snížení růstu úvěrů se tážeme, zda se může znovu vrátit k tempu, jímž rostl dříve. Vyjádřeno v amerických dollezech, zásoba peněz Číny se změnila z částky představující zhruba polovinu americké úrovně (což je logické, jelikož se jedná o menší ekonomiku) na částku dvakrát vyšší než je zásoba peněz v USA. Čína letos přišla o přebytek běžného účtu, její měna začala devalvovat, a kromě toho je tu celá ta debata o clech. Čína je v nepříjemné situaci, která může souviset s tím, že se prezident Si rozhodl zrušit omezení počtu možných volebních období. Navíc Čína ve své dřívější snaze stimulovat růst vybuodovala rozsáhlou infrastrukturu, která je zjevně větší, než je třeba. Země bude muset vynakládat obrovské prostředky na její údržbu, což omezí přísun kapitálu do užitečnějších oblastí. Pravděpodobnou reakcí bude uvolnění fiskální politiky. Statistiky MMF naznačují, že k tomu dochází ve chvíli, kdy je nezaměstnanost cyklicky nízká. Díky tomu vyvstávají reálné pochybnosti ohledně dalšího směřování čínského růstu.

## OT.

**MĚL BY TEDY NA ZÁKLADĚ VŠEHO, CO JSTE NYNÍ ZMÍNIL, ZNEPOKOJENÝ INVESTOR UPŘEDNOSTNIT HOTOVOST?**

**J**pravda, že hotovost se jeví jako nejlepším řešením, které se nabízí, pokud jste znepokojen vývojem ve světě. Musíte si však položit jinou otázku: hotovost v jaké měně?

Mě osobně velmi znepokojuje, že většina světových měn se chová dost nevyzpytatelně. Spojené státy mají obrovský deficit běžného účtu, narůstající fiskální deficit a dolar je udržován za pomoci stoupající úrokové sazby.



Spoklesem US výnosů je třeba se ptát, jak dlouho zůstane dolar silnou měnou. Ani v eurozóně nevypadají věci nijak růžově, když vezmeme v potaz populistickou vládu v Itálii, brexit i otevřenou nepokoje ve Francii. Japonsko má ještě větší zásoby státního dluhu než jiné vyspělé země, a to jsme právě probrali problémy v Číně. Já to vidím tak, že u všech významných měn jsou úrokové sazby hodně pod sazbou nutnou pro růst zásob peněz, což znamená, že pokud takovou měnu držíte, klesá hodnota vašeho majetku. Držením hotovosti si tedy kapitál neuchováte.

Společnost Bridgewater Associates uskutečnila v roce 2012 studii, v níž se zaměřila na 750 měn, které vznikly od roku 1700. 80 % z nich již zaniklo. Hodnotili rovněž výnosy u hlavních měn, které představují 80 % ekonomické aktivity ve světě od roku 1850, a porovnávali je se zlatem. Všechny měny v porovnání se zlatem oslabily. Spravedlivější srovnání by nabídla studie výnosů z krátkodobých státních dluhopisů v těchto měnách vůči zlatu – v tomto srovnání by některé měny, včetně amerického dolaru, zlato překonaly, ale pouze o nízké částky. Je zajímavé, že k překonání

výkonů došlo v době, kdy byly tyto měny navázány na zlato. Vzhledem k tomu, že zlato určovalo míru růstu peněžních zásob, dosahovaly úrokové sazby v podstatě výše růstu peněžních zásob a spreadu, což se projevilo i u krátkodobého státního dluhu.

Poté, co se svět vydal cestou volně pohyblivých měn, stále se nám opakují období, kdy úrokové sazby poklesly pod míru růstu zásob peněz. Tento trend je ještě zřetelnější po globální finanční krizi. Za posledních 50 let činila v USA průměrná míra federálních prostředků 5,3 %, přičemž míra růstu zásob peněz dosahovala 6,7 % a cena zlata se držela na zhruba 7,4 %. V takovém prostředí je těžké se nadchnout pro hotovost. Byli jsme svědky snižování hotovosti v důsledku spodních turbulencí na trhu, což nám nabídllo jisté příležitosti na diskontní investice, ale zlato se v portfoliích rovněž vyšplhalo o něco výše, směrem k historické horní hranici. Tento trend snižování hotovosti a zvyšování expozice vůči zlatu výborně ilustruje zdánlivě paradoxní stav dnešního světa, tržní prostředí, které je zároveň atraktivní i neatraktivní.

# OT.

## TO JE ZAJÍMAVÝ KONCEPT. JAK MŮŽE BÝT NĚCO ZÁROVEŇ ATRAKTIVNÍ I NEATRAKTIVNÍ?

**E**xistuje zajímavý myšlenkový experiment, zvaný Schrödingerova kočka. Vymyslel ho slavný rakouský fyzik, který demonstroval možnost koexistence dvou protichůdných systémů zároveň do doby, než se jeden zhroutí do své konečné podoby. Tak nějak musíme pohlízet i na souběžnou existenci atraktivního a neatraktivního trhu. Na jedné straně máme rostoucí volatilitu, výprodej rizikových aktiv, který vede ke vzniku atraktivnějšího investičního prostředí díky nižšímu ocenění. Není

pak překvapením, že došlo k poklesu míry hotovosti v našich portfoliích spolu s nárůstem dostupných diskontovaných příležitostí. Nesplašili jsme se však úplně. Zatímco v dnešní investiční krajině je počasí

Zatímco v dnešní investiční krajině je počasí o něco jasnější, vidíme, že nad zítřejší makroekonomickou a politickou krajinou se potenciálně stahují mračna, nebo v ní aspoň není o nic lépe.

o něco jasnější, vidíme, že nad zítřejší makroekonomickou a politickou krajinou se potenciálně stahují mračna, nebo v ní aspoň není o nic lépe. A i když nastala určitá korekce cen, tak se zatím moc nepromítla do dlouhodobějších fundamentů.

Pokud jde o míru nezaměstnanosti, která je s jistým zpožděním ukazatelem důvěry v ekonomiku, ta je v celém vyspělém světě stále pod úrovní roku 2007, tedy nejvyššího bodu posledního vrcholu cyklu. Pokles v aktivitě jsme zaznamenali pouze v nejhůře

postižených oblastech, jako jsou Turecko a Argentina. Mohou tedy existovat větší investiční příležitosti, mohlo by však dojít k mnoha negativním událostem – a proto se také zvyšuje naše expozice ve zlatě.

## OT.

**VZHLEDEM K RELATIVNÍ NEATRAKTIVNOSTI MNOHA JINÝCH AKTIV A K RŮZNÝM MAKROEKONOMICKÝM A GEOPOLITICKÝM RIZIKŮM, KTERÁ JSTE ZMÍNIL, JAKÝ MÁTE NÁZOR NA ROSTOUCÍ EXPOZICE VE ZLATĚ A CENNÝCH PAPIŘECH SOUVISEJÍCÍCH SE ZLATEM, KTERÉ PŘEDČILY DŘÍVĚJŠÍ HISTORICKÁ MAXIMA?**

**T**o je výborná otázka.

V našem týmu se jí zabýváme. Neděláme nic unáhleň, takže vše, co bychom měnili, bychom měnili uvážlivě. Nicméně jsme otevřeni možnosti navýšení své expozice, a to vzhledem k úvěrovým rizikům států, která existují. Nedávno jsem si sedl s Idannou, naší odbornicí na státní dluhopisy a měny. Rozebírali jsme všechny důležité měny a hodnotili, jak diverzifikovat hotovost, kterou držíme. Mexiko nabízí výnosy nad mírou růstu peněžních zásob, nepochybně v měně, která je silně devalvovaná, je však nutné počítat s riziky souvisejícími s novým prezidentem. Problém

tkví v tom, že politické trendy jsou tak nepříznivé a reálné úrokové sazby ve většině zemí tak stlačené, že vlastně neexistuje mnoho atraktivních alternativ. Takže se možná vrátíme ke zlatu jako k nejméně špatné volbě. Hotovost je krásná v tom, že v krátkodobém horizontu netrpí volatilitou. Zlato volatilitou trpí. Ale pokud se horizont prodlouží, volatilita ubývá na významu a začne více záležet na propadu ve výnosech z hotovosti v porovnání s růstem zásob peněz. Zlato obvykle chápeme jako potenciální zajištění, ale jsou to vlastně dlouhodobé peníze, takže zápasíme s tím, kterým směrem se vydat.

## OT.

**ZMÍNIL JSTE SE O TOM, ŽE VE FONDECH, KTERÉ ŘÍDÍTE, KLESÁ PODÍL HOTOVOSTI. KDE JSTE NAŠEL ATRAKTIVNÍ INVESTIČNÍ PŘÍLEŽITOSTI?**

**N**aším klíčovým slovem

je selektivita! Nevykládejte si skutečnost, že držíme stále méně hotovosti, tak, že bychom se cítili strukturně růstově. Kombinace nadprůměrného ocenění, nadměrného globálního zadlužení, vrcholu hospodářského cyklu, rozšířených populistických tendencí a stárnutí populace na celém světě zní spíše jako začátek „doby ledové“ na akciových trzích než jako další velká býčí příležitost. Na mnoha akciových

trzích světa už tato zmíněná doba ledová začala. Zatímco S&P 500 se obchoduje zhruba dvě třetiny nad svou maximální úrovní z let 2000 a 2007, podíváte-li se na zbytek světa, uvidíte odlišný obrázek. MSCI EAFE se obchoduje na úrovni z před 20 let. Nikkei se obchoduje nad svými maximy z let 2000 a 2007, ale stále ještě pod úrovní, na které byl před třemi desítkami let. V Evropě je index Euro Stoxx 50 hluboko pod svými maximy z let 2000 a 2007. Takže si nemyslíme, že nejúspěšnějším přístupem bude

nezbytně držet v příštích deseti letech pouze akciové trhy, což je běžné u většiny ETF.

I v těchto desetiletích nominální doby ledové pro japonské a evropské akcie může selektivní přístup přinést atraktivní výsledky v podobě kladných reálných výnosů.

Vždycky jde o to, abychom zvolili ty správné firmy za správnou cenu.

V Japonsku jsou společnosti jako Shimano, FANUC nebo Keyence, které v posledních desetiletích přinášejí velmi atraktivní výnosy, a to i přestože japonské trhy obecně stagnují. V Evropě jsou to společnosti jako Nestlé nebo Sodexo. Snažíme se samozřejmě vyhybat společnostem, jako jsou Deutsche Bank, které se pohybují opačným směrem a v poslední době si sáhly na svá minima za posledních několik desítek let.

Ani ve Spojených státech nemusí být akcie tak atraktivní, jak by se mohlo na první pohled zdát. V časopise Journal of Financial Economics brzy vyjde zajímavý

článek, v němž Hendrik Bessembinder, profesor financí z Arizona State University, analyzuje výsledky všech akciových titulů v databázi CSRP ve Spojených státech od roku 1926. Zjistil, že většina akciových titulů nabízel výnosy nižší než státní pokladniční poukázky! Tvrdí, že trh v USA celkově překonal výsledky státních pokladničních poukázek, nikoliv však všechny společnosti. Některé společnosti byly uzavřeny, jiné zanikly; na trhu v USA panuje rovněž určitá podjatost vůči přeživším. Jen menší procento společností produkovalo výnosy, které zajistily, že trh měl lepší výsledky než státní pokladniční poukázky.

Ve stejném období překonala hotovost v amerických dolarech (pokladniční poukázky) výkonnost zlata. To znamená, že většina akcií nedosahovala tak dobrých výsledků jako zlato. Když se nad tím zamyslíme, máme za to, že to vysvětluje, jak si vybíráme akcie: snažíme se volit takové akcie, které mají vlastnosti, díky nimž jsou stejně dobré jako zlato.

Vždy jde o to být selektivní a vybírat si ty správné společnosti za správné ceny.

## OT. A O JAKÉ VLASTNOSTI JDE?

**S**píše než na krátkodobý růst výnosů jsme se zaměřili na trvalost a délku tržní pozice firmy.

Když se zamyslíme nad zlatem, zjistíme, že je nezničitelné; je to ideální dlouhodobé aktivum. Chceme, aby firmy měly podobné vlastnosti – aby měly jedinečné atributy, které vysvětlují sílu jejich postavení na trhu anebo aby vlastnily vzácné nemovitosti či nehmotná aktiva, která je velmi obtížné nebo dokonce nemožné replikovat. Dalším atributem zlata, který chceme zopakovat i u našich investic do akcií,

je skutečnost, že zlato není řízené; že neexistují žádné problémy se zastoupením. Vlády mají tendenci snažit se získat snadné peníze a až příliš často k tomu dochází i v soukromém sektoru. My se soustředíme na manažerské týmy, jež považujeme za disciplinované a které svůj podnik rozvíjejí rozvázným tempem. V kostce, všechno, co děláme ve vztahu k fundamentům, se snaží replikovat rizikovou povahu něčeho, co je „podobné zlatu“, nikoliv hledat něco, co je statisticky levné.

co je „podobné zlatu“, nikoliv hledat něco, co je statisticky levné. Jsme-li přesvědčeni, že jsme našli podobný podnik, snažíme se ho koupit v době, kdy

V kostce, všechno, co děláme ve vztahu k fundamentům, se snaží replikovat rizikovou povahu něčeho, co je „podobné zlatu“, nikoliv hledat něco, co je statisticky levné.

u jeho ceny existuje marže bezpečnosti. Jde o kombinaci obchodních atributů, které v podniku vytvářejí

marži bezpečnosti a také marži bezpečnosti v ceně, za kterou je podnik k dispozici na akciových trzích.

## OT.

**EXISTUJÍ NĚKTERÉ KONKRÉTNÍ SEKTORY, STÁTY NEBO TÉMATA, V NICHŽ JSTE BYLI SCHOPNI NALÉZT DISKONTOVANÉ SPOLEČNOSTI, KTERÉ VYKAZOVALY TYTO „VLASTNOSTI ZLATA“?**

**J**ako investoři investující zdola nahoru nepovažujeme tradiční tržní klasifikaci, jako jsou sektory nebo státy, za cenný zdroj informací pro posuzování kvality podniku. Tyto vlastnosti bývají popisné, ale neposkytují žádné informace, alespoň ne o hodnotě investice. Lze také pravděpodobně s určitostí říci, že u většiny oborů i zemí existuje potenciál, že v nich budou silně odolné společnosti existovat vedle společností zranitelných. Jediným rozdílem je skutečnost, že lepší

podniky pravděpodobně existují mnohem déle. Proto v oblasti fundamentů v podstatě významně neupřednostňujeme konkrétní obor nebo zemi. Naše předpojatost se bude obvykle týkat ocenění, a naše portfolio se tedy bude vyvíjet podle toho, jak se bude měnit ocenění v jednotlivých oborech a zemích. V poslední době nalzáme mírně vyšší počet investičních příležitostí mimo USA, ale jsme přitom vedeni skutečně oceněním, nikoliv žádnými jinými ohledy.

## OT.

**V NAŠEM RYCHLE SE MĚNÍCÍM SVĚTĚ, KTERÉMU DOMINUJÍ GLOBALIZACE, AUTOMATIZACE PODNIKŮ A NOVÉ INFORMAČNÍ A KOMUNIKAČNÍ TECHNOLOGIE, JE MNOHEM VYŠŠÍ RIZIKO NARUŠENÍ VÝVOJE. NESTUPŇUJE TO TEDY NÁROČNOST IDENTIFIKACE VYTRVALOSTI U PODNIKU? A JAK VÁŠ TÝM TOTO RIZIKO NARUŠENÍ SLEDUJE?**

**S**vědky narušení jsme my všichni každý den; internet rozhodně narušuje maloobchod a média, podobně jako automobily narušovaly podnikání s koni a kočáry. Telefon měl pravděpodobně negativní dopad na podnikání v oblasti poštovních služeb. Za dobu existence lidstva se objevilo mnoho narušení, ale lidstvo je na tom lépe než my. My

to sledujeme z pohledu růstu globální produktivity, která dosahuje dvou nebo tří procent ročně. Holým

Holým faktem růstu produktivity je to, že současná třída společností nebude mít v budoucnu pod kontrolou veškeré zisky, protože budou vznikat nové firmy, na trhu se budou vytvářet nové cestičky a budou se vyvíjet nové technologie.

faktem růstu produktivity je to, že současná třída společností nebude mít v budoucnu pod kontrolou veškeré zisky, protože budou vznikat nové firmy, na trhu se budou vytvářet nové cestičky a budou se vyvíjet nové technologie.

Díváme se na to z darwinovského pohledu: nakonec

zanikne všechno kromě zlata. Státní režimy, firmy, měny, u těch všech existuje riziko zániku a historicky jsou všechny náchylné k narušení. Takže pokud tvrdíme, že hledáme firmy, které jsou „podobné zlatu“, říkáme, že hledáme firmy, jejichž cesta k zániku je pomalejší než průměr. A rovněž hledáme dostatečné hotovostní výnosy, které toto riziko zániku vyváží. Bedlivě sledujeme, co se děje v ekosystému firmy, abychom bezpečně identifikovali riziko narušení,

ale zároveň přijímáme skutečnost, že v systému, v němž existuje produktivita, bude vždy docházet ke kreativnímu narušení. Míra růstu produktivity není o mnoho vyšší, než byla před deseti nebo dvaceti lety, přesunuly se však pravděpodobně rušivé síly. V makroekonomické oblasti je to populismus, v mikroekonomické jde o vyřazení prostředníků při obchodování přes internet.

# OT.

## KDYŽ HOVOŘÍME O NARUŠENÍ, JSME SVĚDKY SÍLÍCÍHO TRENDU ZOHLEDŇOVÁNÍ EKOLOGICKÝCH A SOCIÁLNÍCH ASPEKTŮ V INVESTIČNÍM ROZHODOVÁNÍ (TZV. ESG KRITÉRIA). APLIKUJETE PODOBNÉ OHLEDY I VY VE SVÉM INVESTIČNÍM PROCESU?

**P**odle mě jde o úžasný vývoj, kdy si stále větší počet lidí uvědomuje ekologické a sociální otázky a bere na ně ohled. Žijeme všichni společně na jedné planetě a měli bychom se jako jednotlivci i jako společenství ujistit, že planetu předáme následující generaci v co nejlepším stavu. Při formulaci naší filozofie jsme kladli důraz na trvalost a udržitelnost. Na některých otázkách ESG nám záleží hodně; jsme dlouhodobým investorem, a proto jsou některé z těchto otázek pro nás klíčové. Správa je pro nás nesmírně důležitá a palčivě si uvědomujeme problémy související s řízením firem jejich nevladníky. Tato rizika se snažíme zmírňovat tak, že hledáme týmy obezřetných manažerů, kteří přemýšlejí podobně jako zakladatelé firmy, s výhledem na další generace.

Některé aspekty kritérií ESG jsou však problematictější. Nechceme vnucovat své názory klientům, ani nechceme, aby jedni klienti vnucovali své názory jiným

našim klientům. Hledáme proto firmy, které působí v odvětvích, jež jsou zákonná – ať jsou to alkohol, tabák, benzín, uhlí či cokoliv jiného – a jsme svědky toho, že tyto společnosti fungují v jednom z nejpřísněji regulovaných oborů na světě. Něco jiného by bylo, kdyby se podílely na nezákonné činnosti. Jsme proto opatrní v diskuzích o tom, že je nutné vyhýbat se hříchu, protože nevíme, kde stanovit hranici, aniž bychom svým klientům vnucovali nějaké hodnoty.

Žijeme všichni společně na jedné planetě a měli bychom se jako jednotlivci i jako společenství ujistit, že planetu předáme následující generaci v co nejlepším stavu.

Dovolte mi uvést ještě další příklad problémů, které vznikají. Ve Francii se na uhlí pohlíží jako na silně znečišťující sektor, jemuž by se člověk měl vyhýbat, avšak na výrobu jaderné energie nikoliv. Francie je v oblasti výroby energie jednou ze zemí nejvíce závislých na jaderné energii. A hned vedle, v Německu, je situace úplně opačná. Německo se rozhodlo opustit jádro jako zdroj energie z ekologických důvodů, ale zůstává při výrobě elektrické energie silně závislé na spalování uhlí. Kdo má pravdu? A kdo ne? Domníváme se, že investorské portfolio není tím nejvhodnějším místem pro takové



rozhodování, a nedomníváme se ani, že bychom byli tím, kdo by měl toto rozhodnutí učinit.

Dalším velmi důležitým bodem je skutečnost, že tyto obory již existují. Potřebujeme ropu, je to nejkonsumovanější komodita planety; nemůžeme se prostě rozhodnout, že ji s okamžitou platností přestáváme těžit.

Ekonomika se musí vyvíjet postupně, takže tím, že vezmeme na vědomí, že existují lidé, kteří kouří, pijí alkohol a jezdí auty na benzín, jednoduše bereme na

vědomí realitu existence těchto oborů v zákonném a regulovaném rámci. Pak se potýkáme s otázkou, zda se firmy, které zvažujeme, chovají odpovědně? Domníváme se, že společnosti, které vlastníme, řídí své podnikání promyšleně, a jsme si plně vědomi toho, že se časem mohou začít potýkat s problémem přechodu. Neuplatňujeme plošný zákaz čehokoliv, co je zákonné. Posuzujeme chování společnosti a vše, co se odráží v tržní ceně jejích akcií. Všim tím se vracíme zpět k otázce udržitelnosti a rizika zániku.

## CENY ROPY SE V POSLEDNÍM ČTVRTLETÍ ROKU 2018 PROPADLY, KDYŽ WTI POKLESL TÉMĚŘ O TŘETINU. JAK SE PODLE VÁS BUDE DÁL VYVÍJET CENA ROPY A ENERGETICKÝ SEKTOR OBECNĚ?

**R**opa je komodita a komodity jsou volatilní. Nikdy jsme se nesnažili předpovídat cenu ropy k určitému datu; můžeme však uvést naše pozorování, že pokud se ropa prodává za cenu, kdy ty nejlepší firmy nevytvářejí zisky, cena pravděpodobně v určitou chvíli někdy v budoucnu stoupne. K tomu došlo v roce 2016, kdy se nám otevřela možnost koupě společnosti, které považujeme za světovou třídu, například Exxon-Mobil nebo Schlumberger, při cyklicky sníženém ocenění. Jedním z komplexních faktorů cen ropy je skutečnost, že jde o strukturální politický komponent; v globální ekonomice jde o jednu z nejvýznamnějších komodit a lze tvrdit, že velká část jejích cenových výkyvů je způsobena politickým pozadím. Takže spolu s tím, jak se ve světě

A my máme velkou radost, když můžeme koupit firmy, které jsou lídry ve svém oboru, v době, kdy je jejich cena dole.

rozehrává stále komplikovanější geopolitické drama, může být trh s ropou ovlivňován jednáním dalších účastníků geopolitické reality. Ale společnosti, které jsme byli schopni zařadit do našeho portfolia, jako jsou Exxon a Schlumberger řazené mezi Top 10, jsou nepochybně lídry svého oboru. A my máme velkou radost, když můžeme koupit firmy, které jsou lídry ve svém oboru, v době, kdy je jejich cena dole. Vykazují endogenní integritu v době exogenní nejistoty. Kdy jindy by měl dlouhodobý investor nakupovat akcie předních firem ropného průmyslu? Rozhodně ne v době, kdy je na tom cena ropy dobře.



# OT.

## JAKO MANAŽER PORTFOLIÍ A ŠÉF TÝMU GLOBAL VALUE ROZHODNĚ MÁTE V SOUČASNÉ DOBĚ MNOHO DŮVODŮ, PROČ NEMÍT KLIDNÝ SPÁNEK. JE NĚCO, CO VÁM POMÁHÁ SPÁT KLIDNĚJI?

**J**á si nestěžuji! Hodně jsme mluvili o narušení a riziku zániku, ale pokud existuje něco, co po generace nebylo narušeno ani nezanklo, pak je to lidská vynalézavost, lidské know-how. Jde nepochybně o nejcenější a vzácný nehmotný majetek dnešní doby. Díky prodlužující se délce lidského života a zdánlivě neomezenému a nákladově efektivnímu skladování dat a kapacitě jejich sdílení žijeme v době, která ve vývoji lidstva nemá paralelu. V minulosti docházelo k obrovským ztrátám vědomostí. Poté, co byl vybudován dóm ve Florencii, lidé zapomněli, jak se staví. Dnes je vše kategorizováno, ačkoliv se nepochybně stává náročnějším oddělit solidní data od plev. S tím souvisejí i problémy s fake news.

Ale to nejpozitivnější, co lze říci, je skutečnost, že lidé mají neomezená přání a potřeby. A že s postupem času spolu s tím, jak klesá spotřeba zdrojů k výrobě zboží či produkci potravin pro naši potřebu, budou vznikat nové služby. Jen se podívejte, jak odlišné jsou dnes služby, které lidé denně používají. Lidé mají osobní trenéry, mají šéfkuchaře, kteří jim předpřipraví balíčky se surovinami na pokrmy, které si pak sami doma dodělají, mají řidiče Uberu... Povaha ekonomiky se bude proměňovat. Evoluce je základní součástí lidstva. Produktivita se nezastavila, společnosti nepřestávají hromadit výnosy. Letokruhy systému přibývají. A pokud jde o otázku prodlužujícího se lidského života – délka dožití na planetě se v minulém století zdvojnásobila. To je přece ten největší výtěžek lidstva, který nemá obdoby. A velký podíl na tom mají naprosto běžné věci jako používání bezpečnostních pásů!

Z investičního pohledu je nejzajímavější to, že ceny v mnoha oblastech poklesly. Cena je jedinou objektivní součástí toho všeho. Všechno ostatní je

subjektivní. A budoucnost nelze předvídat. Alespoň ceny jsou lepší, než byly počátkem roku 2018. Stručně řečeno, z portfolia máme o něco lepší pocit než před rokem. Byli bychom bývali rádi nahore v roce, kdy jsou trhy dole, ale to, že nejsme, znamená, že jsme měli více příležitostí nechat kapitál pracovat ve formě akcií. Protože ta část našeho portfolia, kde se obáváme trvalejšího poklesu hodnoty a kde docházelo ke snižování podílu na trhu, činí pravděpodobně méně než jedno procento portfolia. Proto posuzujeme-li ty akciové tituly v našem portfoliu, kterým se loni nevedlo příliš dobře, domníváme se, že je to především proto, že trh diskontuje cyklus v některých sektorech, v oblastech, v nichž trh přistoupil k diskontování recesivnějšího prostředí – dříve, než k tomu skutečně došlo. Díky tomu se cítíme o něco lépe, pokud jde o to, co už je v ocenění našeho portfolia zohledněno. Skutečnost, že globální vnímání rizik je dnes o něco vyšší, je vlastně dobrou zprávou. Poskytuje nám větší marži bezpečnosti, a marže bezpečnosti je to hlavní, díky čemuž se člověku klidněji spí ve světě naplněném nejistotou.

# NA PRAHU NĚČEHO NOVÉHO

---

## ODLIŠNÝ RŮST, NORMALIZACE SAZEB A VOLATILITA

V posledním roce jsme byli v oblasti aktiv s pevnými výnosy svědky mnoha událostí a zdá se, že jsme na prahu dalších změn. Víme sice, že nemáme křišťálovou kouli a nemůžeme si být jisti, co nám budoucnost připravila, pečlivě jsme však analyzovali současnou situaci a chceme se s vámi podělit o některé poznatky našeho týmu. Povídali jsme si s portfolio manažery a odborníky na dlouhodobé dluhopisy **EDEM MEIGSEM** a **SEANEM SLEINEM**, s vrchním analytikem **ADRIANEM JONESEM**, který se zaměřuje zejména na dluhopisy investiční třídy, a **IDANNOU APPIO**, naší interní specialistkou na státní dluh. Všichni dotazovaní mají více než 20 let zkušeností v oblasti zadlužení, proto jsou všichni schopni nabídnout skutečně vyzrálé názory.

# OT.

## NA ÚVOD BY BYLO DOBRÉ UVÉST OBECNÝ PŘEHLED GEOPOLITICKÝCH ASPEKTŮ, FISKÁLNÍ A MĚNOVÉ POLITIKY A VÝZNAMNÝCH RŮSTOVÝCH TRENDŮ.

**IDANNA:** Rok 2018 byl rokem odlišného růstu, kdy se hospodářský růst v USA pohyboval vysoko nad trendem, zatímco v ostatních zemích byl pomalejší. Za vytrvalost růstu USA vděčily do značné míry daňovým stimulům, ale se vstupem do roku 2019 jsou čisté stimuly v USA nižší a v oblasti monetární politiky jsou úrokové sazby téměř neutrální. Otázkou zůstává, zda je růst v USA dostatečně silný na to, aby s sebou vytáhl i zbytek světa, anebo jestli se zbytek světa v budoucnu postará o zpomalení amerického růstu. Existuje vysoká pravděpodobnost, že pokud se zpřísní monetární a fiskální politika v USA a růst bude ve zbytku světa i nadále pomalejší, mohly by se tyto fundamenty spojit a působit jako účinná brzda globálního růstu.

Efekty normalizace politiky Federálního rezervního systému se na globálních finančních trzích projeví v podobě rostoucích sazeb. Dalším sekundárním efektem silného dolaru byla rostoucí volatilita v oblastech nově se rozvíjejících trhů (Turecko, Jihoafrická republika, Brazílie), které v posledních deseti letech poskytly značný objem úvěrů v amerických dolarech. Silný dolar zdražuje obsluhu těchto úvěrů a potenciálně vytlačuje domácí investice. Obchodní napětí ve vztazích

s Čínou tento efekt negativně násobí pro vývozce komodit, kteří se obávají potenciálního zpomalení globálního růstu.

Letos jsme byli svědky rostoucí volatility trhů. V následujícím roce očekáváme volatilitu ještě vyšší. Větším zdrojem nejistoty se stane Fed, neboť jeho další kroky budou stále více nepředvídatelné. Navíc se v příštím roce začne zmenšovat rozvaha Fedu, ECB i Japonské centrální banky. Novým experimentem je přechod z kvantitativního uvolňování na kvantitativní utahování. Jak na něj zareagují finanční trhy, se teprve uvidí. Pokud skutečně nastane období vyšší volatility a pomalejšího růstu, zejména pak v USA a v dalších vyspělých ekonomikách, nebude velký prostor pro fiskální či monetární stimuly, takže jde o reálnou obavu.

Pokračující drama kolem rozvodu Velké Británie a Evropské unie a patová rozpočtová situace mezi Itálií a Evropskou unií jsou jen připomínkami populismu, který bude i v blízké budoucnosti nadále ohrožovat strukturu Evropské unie. Stručně řečeno, kombinace nižší likvidity a větší nejistoty výsledků vedla k nevyzpytatelným a hůře předvídatelným pohybům na trhu.

# OT.

## JAK SE MĚNÍ SE PODMÍNKY PROJEVILY U DLUHOPISŮ? JAK JE NA TOM SVĚT AKTIV S FIXNÍMI VÝNOSY?

**SEAN:** Jak naznačila Idanna, v letošním roce se budeme potýkat s návratem volatility – tedy s něčím, co jsme v uplynulých sedmi letech neviděli. Volatilita na trhu byla do velké míry důsledkem normalizace domácí monetární politiky, která se

projevovala v podobě vyšších krátkodobých úrokových sazeb a vedla ke zvyšování dlouhodobých úrokových sazeb. Výnosová křivka se dále zplošťovala. Růst sazeb podpořil posílení amerického dolaru, což se projevuje na rozvíjejících se trzích.

Začal jsem zešíroka, ale v podstatě jde o to, že finanční podmínky se zpřísňují. Zpřísňují se doma, a to se projevuje ve zbytku světa. Tato situace způsobuje volatilitu a je zajímavé, že durace je strašákem trhu; delší durace letos trpěly v porovnání s předchozími roky více.

**ADRIAN:** Tohle je důležité. Normalizace úrokových sazeb nejvíce poškodila všechen dlouhodobý dluh emitovaný v uplynulých letech s nízkým kupónem, kdy úrokové sazby byly na nule nebo blízko ní. Ceny těchto dluhopisů budou vzhledem ke své duraci velmi citlivě reagovat na vyšší úrokové sazby a/nebo na širší rozpětí. Krátkodobé cenné papíry budou citlivé mnohem méně. To je důvod, proč náš obecný postoj je zacházet s durací velmi opatrně.

Zdá se, že normalizace monetární politiky bude v dohledné budoucnosti pokračovat. Bude fascinující sledovat, zda se volatilita tržních podmínek zvýší natolik, že nastane pauza v celkovém utahování měnových podmínek. Jay Powell, nový šéf Federálního rezervního systému, při několika příležitostech naznačil, že bude možná vzhledem k silnému vývoji ostatních částí naší ekonomiky méně reagovat na volatilitu trhu, ale to se teprve uvidí.

Budoucnost je jako vždy nejistá a my si nejsme jisti, jaké budou další kroky Fedu. Tyto strukturální

posuny v monetárním prostředí probíhají pomalu a postupně. My se nyní nacházíme v přechodném období, kdy se přesouváme z jednoho světa do druhého. Ale ještě tam nejsme. Podle mého názoru je možné, že až se úvěrová rozpětí rozevřou, poleví Fed v utahování. To však neznamená, že se rozpětí znovu okamžitě vrátí zpět. Fed se také méně zajímá o to, co se stane s úroky v zámoří, a to je jeden z důvodů, proč jsme v současné době relativně opatrní, pokud jde o státní dluh.

**IDANNA:** Některé země mají závažné problémy s udržitelností dluhu, takže jsme v našem přístupu k potenciálním příležitostem byli velmi selektivní. Spolu s tím, jak stoupají sazby, existuje reálné riziko, že nastane situace, kterou popsal Warren Buffett, když uvedl: „Teprve když nastane odliv, zjistíte, kdo plaval nahý.“ Může se stát, že na „nahé plavce“ narazíme častěji, což byl i případ Turecka a Argentiny. Existují zranitelnější země, tj. takové, které jsou přespříliš závislé na zahraničním kapitálu, což nesmí být opomíjeno při hledání investičních příležitostí. Spolu s tím, jak budou v USA stoupat výnosy, budou se muset přecenit i všechna ostatní aktiva, a my tak budeme muset určit, kdo je strukturálně dost odolný na to, aby se s tímto prostředím proměnlivých sazeb srovnal.

# OT.

**MŮŽETE NÁM POVĚDĚT O NĚKTERÉ VÝZNAMNĚJŠÍ ZMĚNĚ NEBO TRENDU, KTERÝ JSTE ZAZNAMENALI V POSLEDNÍM ROCE U AKTIV S PEVNÝM VÝNOSEM?**

**ADRIAN:** Oblast dluhopisů s ratingem BBB se v porovnání s ostatními ratingy dramaticky rozšířila, a to díky: 1. růstu komoditních a průmyslových dluhopisů, které byly díky cyklickým faktorům upgradovány z oblasti neinvestičního stupně, tzv. HY dluhopisů,

Oblast dluhopisů s ratingem BBB se v porovnání s ostatními ratingy dramaticky rozšířila.

2. značnému navýšení dluhopisů s hodnocením BBB kvůli zhoršení ratingového hodnocení emitentů. Důvodem bylo využití prostředků k financování akviziv nebo zpětného odkupu. Docházelo tedy k přesunu dluhopisů, jak směrem dolů, tak nahoru.

Podle mého názoru pochází velká část úvěrů amerických firem z úvěrů třídy A, které migrovaly dolů do prostoru BBB, takže se mezi těmito kandidáty mohou objevit vybrané příležitosti k hledání „stoupajících hvězd“. Pro přístup First Eagle je však typické, že se zaměřujeme na identifikaci a zkoumání těchto příležitostí, takže pokud volatilita způsobí na trhu nějaké otřesy, jsme připraveni investovat. BBB, takže se mezi těmito kandidáty mohou objevit vybrané příležitosti k hledání „stoupajících hvězd“. Pro přístup First Eagle je však typické, že se zaměřujeme na identifikaci a zkoumání těchto příležitostí, takže pokud volatilita způsobí na trhu nějaké otřesy, jsme připraveni investovat.

**SEAN:** Cenné papíry s hodnocením BBB nyní představují kolem 50 % korporátního trhu. V každém režimu, kde jsou ceny podrobeny umělé kontrole, jakou uplatňoval Fed, a v prostředí stlačených výnosů na celém světě se bude objevovat riziko chybného ocenění a nevhodné alokace prostředků.

Zdá se, že objem úvěrů v investiční třídě v posledních letech poněkud vzrostl, v oblasti dluhopisů s vysokým výnosem nedocházelo k promyšlenému růstu úvěrů a šlo spíše o trh s refinancováním. To je vzhledem k nízkým sazbám poněkud překvapivé. Nezaznamenali jsme nástup účelových odkupů akcií, obrovského navyšování úvěrů tlačeného soukromým kapitálem, jaké jsme zaregistrovali v předešlém cyklu. V tomto cyklu nedochází k promyšlenému zvyšování zadlužování, to se však

Vzhledem k vyššímu zadlužení a nerovnováze, kterou jsme viděli v emisích s hodnocením BBB, jsme se v kvalitě úvěrů posunuli nahoru a pak zase dolů. Kromě toho je hromadění hotovosti možností, kterou lze převést na peníze, jakmile se potenciálně zvýší atraktivita rozpětí. Stojí za zmínku, že s vývojem cyklu a zužováním rozpětí se cena této možnosti snižuje. Z našeho pohledu jde o jednoduchý, ale přitom atraktivní nástroj k řízení rizik.

přesto zvyšovalo samovolně. Vzhledem k vyššímu zadlužení a nerovnováze, kterou jsme viděli v emisích s hodnocením BBB, jsme se v kvalitě úvěrů posunuli nahoru a pak zase dolů. Kromě toho je hromadění hotovosti možností, kterou lze převést na peníze, jakmile se potenciálně zvýší atraktivita rozpětí. Stojí za zmínku, že s vývojem cyklu a zužováním rozpětí se cena této možnosti snižuje. Z našeho pohledu jde o jednoduchý, ale přitom atraktivní nástroj k řízení rizik.

Nevíme, kdy trh začne klesat. Ocitli jsme se v novém režimu. Deset let jsme se těšili z neuvěřitelně vstřícné monetární politiky, která se nyní snaží o přechod k běžnějšímu režimu. Jsme teprve v počátečních fázích. Japonská centrální banka i Evropská centrální banka jsou i nadále vstřícné.

**ADRIAN:** Myslím, že Fed řeší obrovské dilema. Je zjevně rozhodnut pokusit se co nejagresivněji normalizovat strukturu úrokových sazeb, ale zároveň nechce v USA rozsypat ekonomický košík s jablky. Negativní sazby v Evropě a Japonsku se však drží zuby-nehty, což je skutečný problém – potenciálně to totiž omezuje míru, do které může Fed tlačit sazby v USA nahoru. To platí i o jeho snahách o zmenšení rozvahy poté, co ji tak dlouho rozšiřoval v rámci kvantitativního uvolňování. Podle mě nebude pro Fed normalizace politiky vůbec jednoduchá.

**IDANNA:** Souhlasím a nedomnívám se, že experimentování s monetární politikou již skončilo. Je pravděpodobné, že při



příštím oslabení se centrální banky uchýlí k dalšímu kvantitativnímu uvolňování, protože úrokové sazby v rámci politiky nebudou dost vysoké na to, aby

bylo možné hledat stimuly pouze ve snížení sazeb. Cenové signály a mechanismy jsou pokřivené.

# OT.

## **POKUD JDE O DLUHOPISY S VYSOKÝM VÝNOSEM, ZMÍNILI JSTE SE O TOM, ŽE NEDOCHÁZELO K PROMYŠLENÉMU NAVYŠOVÁNÍ ÚVĚŘŮ, JAK TOMU BYLO V PŘEDCHOZÍCH CYKLECH. JEDNO Z VYSVĚTLENÍ SOUVISELO SE SOUKROMÝM KAPITÁLEM. MÁTE NĚJAKÉ DALŠÍ VYSVĚTLENÍ TOHO, PROČ PRÁVĚ TATO DYNAMIKA BYLA ODLIŠNÁ?**

**SEAN:** Dalším významným důvodem je skutečnost, že aktuální hospodářské prostředí není silné. Je tu stále dost značná mezera v produkci. A v důsledku globální finanční krize si také mnoho silně zadlužených společností, které roky 2008–2009 málem nepřežily, uvědomuje nutnost spravovat svou rozvahu relativně konzervativně, a do nových úvěrů se proto neženou. Proto jsou také fúze a akvizice do značné míry výsledkem strategických aktivit v jednotlivých sektorech průmyslu: firmy kupují jiné firmy nebo související produkty s cílem navyšovat hotovostní toky pomocí racionalizace nákladů a kapacit. V prostředí pomalejšího růstu je pro soukromý kapitál obtížné bojovat se strategickým, a proto bylo také promyšlené zadlužování trhu prostřednictvím účelových odkupů v tomto cyklu pouze omezené.

Po velkou část posledního desetiletí, ve světě po skončení globální finanční krize, regulátoři rovněž věnovali větší pozornost míře zadlužení u syndikovaných transakcí na trhu úvěrů s pákovým efektem. To pak oslabilo tendenci trhu tolerovat větší zadlužování. S novou administrativou, která má potenciálně smířlivější přístup k makrobezpečnostní regulaci, vidíme nepatrně větší zadlužování, zejména pak na trhu úvěrů s pákovým efektem, a rovněž smlouvy jsou mnohem benevolentnější.

**ED:** Ano, existuje ostrý kontrast mezi dluhopisovým a úvěrovým trhem, který stojí za zmínku. Sean už se zmínil o tom, že z našeho pohledu bylo využívání výnosů na dluhopisovém trhu relativně konzervativní, kolem 59 % nových emisí na trhu dluhopisů s vysokým výnosem představovalo refinancování. Naopak na úvěrovém trhu představovalo 27 % nových úvěrů refinancování a 72 % prostředky na dividendy nebo účelové odkupy.<sup>2</sup> Domnívám se, že došlo k zásadnímu přesunu budoucích rizik z trhu vysokovýnosových dluhopisů na trh úvěrů s pákovým efektem.

To je jen další důvod, proč být v tomto prostředí obzvláště opatrní. Pokud například posuzujeme dluhopis, který měl kdysi rating A a nyní má rating BBB, je nutné identifikovat a analyzovat všechna rizika. Zvláště v případě, že má firma nyní rating BBB, protože se zadlužila kvůli velké akvizici a existuje riziko, že nebude dobře chráněna. Je velmi důležité se ujistit, že jde o podkladovou společnost, která má nejen dobře pokryté hotovostní toky a je stabilní, ale že se rovněž snaží redukovat veškeré investice, na které má úvěry. Je velmi důležité posuzovat aktivní smlouvy a pojistky, jež máte nebo kterých se vzdáte, v závislosti na tom, v jaké situaci jste. Selektivnost je velmi důležitá.

2. Zdroj: Bank of America.



# OT.

## V ČEM SPATŘUJETE PŘÍLEŽITOSTI DNES?

**SEAN:** V současné době jsme myšlenkově nastaveni na „hledání a vybírání si“. Začínají se objevovat hodnotné příležitosti. Ale zase pouze selektivně a izolovaně. Celkově se však zdá, že mnoho z nich je nadhodnoceno v tsunami nárůstu zadlužení nově se rozvíjejících trhů, k němuž došlo za relativně atraktivních sazeb v porovnání s historickými cykly. Zdá se, že mnohé sahají po výnosu, zejména v oblasti státních dluhopisů a obchodních společností z rozvíjejících se trhů.

**IDANNA:** Rozvíjející se trhy obvykle ustojí cykly utahování v USA relativně dobře, a to díky tomu, že vyšší úrokové sazby v USA souvisejí se silným růstem v USA a s globálním růstem. Ale ve světě, kde máme vyšší výnosy v USA a slabší globální růst, to pro tyto země není jednoduché. Domníváme se, že doba je stále turbulentní, a pokud uvidíme zajímavé příležitosti, u nichž je míra rizika nějak kompenzována, tak se jich chopíme. Nevěřím však, že jsme z nejhoršího venku, takže jsme velmi opatrní.

# OT.

## Z POHLEDU KOEFICIENTU BETA BYLO RELATIVNĚ HODNĚ PENĚZ ALOKOVÁNO DO CENNÝCH PAPÍRŮ VE FORMĚ PASIVNÍCH STRATEGIÍ, KTERÉ ZDÁNlivĚ BEZ ROZMYSLU NAKUPUJÍ VÝNOSY. POKUD VŠAK DOJDE KE ZMĚNĚ PROSTŘEDÍ, MŮŽE BÝT VÝSLEDEK ÚPLNĚ OPAČNÝ, TEDY ŽE VELKÝ OBJEM PASIVNÍCH ODCHODŮ MŮŽE VÉST K BEZHlavÉmu VÝPRODEJI. PŮSOBÍ VÁM TO STAROSTI?

**SEAN:** Nám působí starosti, že trh nedoceňuje rozsah a vytrvalost volatility akcií a sazeb. To, že sazby byly roky drženy na uzdě a že ve většině tříd aktiv panovala utlumená volatilita, dovedlo mnoho účastníků trhu k dynamickým strategiím, v nichž jde o vytváření výnosů. Investoři proto prodlužují dobu splatnosti dluhopisů a velmi nedostatečně oceněno a doceněno je také globální riziko durace.

**ADRIAN:** To nás přivádí zpět k něčemu, o čem jsme již hovořili. Jednou z největších strukturálních změn, která proběhla na trhu v důsledku regulace a Volckerova pravidla, je dramatické snížení zásob vedených v rozvahách investičních bank, díky nimž by mohly poskytovat likviditu jako tvůrce trhu (a přitom i vydělávat). Jsem přesvědčen, že zásoby podnikových dluhopisů poklesly na zhruba 80 % historického maxima. Údaje Fedu z minulého léta dokonce po krátkou dobu ukazovaly nulové zásoby.

Co naopak od finanční krize narostlo dramaticky, jsou nesplacené dluhopisy. Výsledkem je potenciální mezera v likviditě, kdy pokud dojde k tomu, že pasivní toky budou negativní, a bude-li se to dít ve velké míře, nebudeme mít dostatek tvůrců trhu a aktivních investorů na druhé straně, kteří by absorbovali pasivní prodeje. Riziko obrovské tržní nerovnováhy je proto mnohem větší, než by se vám mohlo zdát. Volckerovo pravidlo a snížení zásob prodejců dluhopisů možná přispělo k tomu, že jsou banky bezpečnější a silnější, ale zároveň vznikl pravděpodobně křehčí trh s dluhopisy. Proto zase o něco více dbáme na to, abychom si za rizika nechali zaplatit.

**IDANNA:** Ano, potenciální mezera v likviditě je reálnou možností a tato otázka je o to vyhraněnější, že centrální banky zpřísnováním globální likvidity zmenšují své rozvahy. Globální likvidita ovlivňuje

téměř vše, čím se zabýváme. Mohli bychom být svědky určité dislokace, pokud budou chtít odejít pasivní investoři, což by mohlo pro First Eagle znamenat některé atraktivní příležitosti.

**SEAN:** Na správně fungujícím trhu musejí být účastníci s různými investičními horizonty a rizikovými parametry. V době před globální finanční krizí měly banky kratší investiční horizont a pohyblivou míru tolerance vůči rizikům. Proto byly někdy ochotny absorbovat šok a pouštět se do rizika tam, kde se ho ostatní chtěli zbavit. Jak už řekl Adrian, dnes je jejich fungování značně omezeno v důsledku legislativních a regulačních předpisů. Výsledkem je menší skupina účastníků s možná nižší mírou tolerance vůči rizikům, a to na trhu, který se podstatně rozrostl. Většina hráčů počítá s dlouhodobým horizontem, ten se však může rychle zkrátit, pokud dojde k pohybům.

Pohyb bere rozhodování z rukou osoby, která má rozhodovat. Pokud dojde k odlivu, ze všech se stanou krátkodobí investoři, ať se jim to líbí, nebo ne. Tedy pokud nemáte v zásobě hotovost, která vám může zajistit potenciální příležitost hrát ofenzivně ve chvíli, kdy všichni ostatní hrají defenzivně. To je kritické.

Myslím, že máme generaci portfolio manažerů a obchodníků, kteří vyrostli v době po globální finanční krizi, a neviděli tak nelikvidní trhy, jaké bychom potenciálně mohli zaznamenat v nadcházejících čtvrtletích nebo letech.

**ADRIAN:** Když se zamyslíte nad posledními dvěma cykly, jimiž jsme prošli, je paradoxní, že rok 2008 přišel dost nečekaně. Hned potom, co zkrachovali Lehman Brothers, sice došlo ke značným dislokacím, ale kromě dvou nebo tří týdnů po krachu, kdy byla dislokace masivní, to netrvalo dlouho. Šlo o relativně krátké období. Lidé

zapomněli, že když dojde k narušení a dislokaci trhů – v důsledku nedostatečné likvidity – může dojít k přerušení přívodu paliva, kdy není vůbec žádná likvidita a tvorba trhu se zastaví, jako se to nakrátko stalo po pádu Lehman Brothers v roce 2008.

Přesně k tomu došlo na akciovém trhu v roce 1987, kdy „pojištění portfolia“ vedlo k automatickým nuceným prodejům, které zahltily schopnost tvorby trhu. Nevím, kolik lidí si rok 1987 ještě pamatuje, ale já si ho pamatuji živě. Lidé zapomněli, že akciový trh se může propadnout o 25 % za jeden den a že dojde i k odpovídajícímu poklesu úvěrových rozpětí. V té době obchodníci přestali obchodovat – pultíky se odmlčely a nebylo možné najít spolehlivou nabídku na běžně likvidní akcie a dluhopisy. Ti, kdo měli hotovost, mohli nakupovat akcie a dluhopisy za ceny, které se jen pár dnů předtím zdály nepředstavitelné.

Historie nám ukázala, že existuje potenciál velmi velkých kvantových mezer v ocenění. Dovolil bych si tvrdit, že současná struktura trhu je dost křehká a citlivá a že se scénář mini-

krachu zdá reálnějším, než se dlouho jevílo. To je jen další důvod, proč hrát defenzivně, uchýlit se ke krátkodobým, vysoce kvalitním dluhopisům, a mít po ruce pořádnou dávku hotovosti a pokladničních poukázek. Myslím, že k příštímu propadu dojde velmi náhle.

**SEAN:** Ve světě, kde vlastně nedošlo k otestování likvidity trhu, kde je vzhledem k regulatorním změnám struktura trhu do velké míry neznámá, se může potenciálně vyplatit být poskytovatelem likvidity, existuje-li značné riziko přecenění. Jak už mnohokrát řekl Matt McLennan, máme tendenci umísťovat kapitál proti směru cyklu. Riziko durace, úvěrové riziko i riziko likvidity dramaticky vyrostlo a není doceněno. Proto jsme se rozhodli nalézt bezpečné útočiště, zvýšit kvalitu úvěrů a hromadit

Tedy pokud nemáte v zásobě hotovost, která vám může zajistit potenciální příležitost hrát ofenzivně ve chvíli, kdy všichni ostatní hrají defenzivně.

hotovost, abychom do budoucna zvýšili svou schopnost nakupovat. Tak jsme schopni alokovat

kapitál proti směru cyklu v době, kdy jsme za to podle našeho názoru štedře odměňováni.

## OT.

**DALO BY SE ŘÍCI, ŽE ZPŮSOB ALOKACE, KTERÝ ZVOLÍTE, BUDE ZÁVISET NA RYCHLOSTI ZMĚNA TRHU? MOŽNÁ BYSTE HOTOVOST VYUŽILI RYCHLEJI, KDYBY DOŠLO K NÁHLÉMU PROPADU, ALE POKUD BUDE PROSTŘEDÍ ROZBOUŘENĚJŠÍ, PAK NEBUDETE TOLIK SPĚCHAT?**

**SEAN:** K nalézání příležitostí dochází více v období krize volatility než v průběhu pomalých poklesů, protože u pomalého poklesu je obtížné určit, zda již skončil. Historicky u pákových úvěrů platí, že pokud dojde k podstatnému poklesu, primární trh se uzavře a všechny rizikové premie vybuchnou.

Z našeho pohledu tedy nejde o naprosto jasný signál, ale je to dobré znamení na cestě úvěrového cyklu, které nám ukazuje, že trh nebude uzavřený donekonečna a že až se znovu otevře, rizikové premie se rychle propadnou.

## OT.

**TAKŽE JSTE TRPĚLIVÍ, ALE ZÁROVEŇ CHCETE JEDNAT RYCHLE, POKUD SE KARTA OBRÁTÍ?**

**ADRIAN:** Přesně tak. Tentokrát propad nemusí být postupný, protože trhy jsou křehčí. K velkému výprodeji dluhopisů i akcií může dojít rychleji než v předchozích cyklech. Ale to se uvidí, musíme to sledovat. Neděláme prognózy, jen se snažíme udržovat si zdravou rezervu likvidity a poté sledujeme a reagujeme na každou jednotlivou příležitost, kterou nám trh nabídne.

**ADRIAN:** Pokud musíte něco prodat, chcete-li něco koupit, je to mnohem větší stres. A proto je celý koncept proticyklických investic tak důležitý.

**SEAN:** Paradoxně - a myslím, že budete souhlasit - když dojde na trhu ke korekci a rozpětí splasknou, je snazší alokovat kapitál. V jistém smyslu je méně stresující zvládat prostředí, v němž nakupujete hodně pod prodejní cenou dluhopisů nebo pod skutečnou hodnotou akcií, než když jste v prostředí, kde se rozpětí zužují a násobky rostou.

**ADRIAN:** Pokud máte dostatečnou zásobu hotovosti.

**SEAN:** Pokud máte hotovost.

# P O D O B N Ě Z L A T U

First Eagle již od roku 1864 pomáhá svým klientům vyhnout se trvalé ztrátě hodnoty kapitálu v průběhu značně rozmanitých hospodářských cyklů. Soustředění se na udržení kapitálu je i dnes hlavním bodem naší strategie. K dosažení tohoto cíle investujeme do zlata a cenných papírů souvisejících se zlatem. Jde o potenciální zajištění proti extrémnímu vývoji na trzích.

Povídali jsme si s **THOMASEM KERTSOSEM** (Senior Research Analyst) a **MAXEM BELMONTEM** (Research Analyst) z First Eagle, kteří nám pomohli najít odpovědi na otázky související s investicemi do zlata a cenných papírů souvisejících se zlatem.



# OT.

**THOMASI, MAXI, DĚKUJI VÁM, ŽE JSTE SI NA NÁS UDĚLALI ČAS. THOMASI, VY JSTE STRÁVIL VÍCE NEŽ 10 LET VÝZKUMEM CENNÝCH KOVŮ A TĚŽBY, TAKŽE NÁS VELMI ZAJÍMAJÍ VAŠE NÁZORY NA ZLATO. ALE NEŽ SE DO NICH PUSTÍME, MŮŽEME SE O KRŮČEK VRÁTIT A MŮŽETE NÁM VYSVĚTLIT, PROČ INVESTOVAT DO ZLATA A CENNÝCH PAPÍRŮ SOUVISEJÍCÍCH SE ZLATEM?**

**THOMAS:** Společnost First Eagle zastává ve vztahu ke zlatu jasnou filozofii. Jsme přesvědčení, že zlato a s ním související cenné papíry mají jedinečné vlastnosti v oblasti rizik/přínosů, které mohou přispět k udržení dlouhodobé hodnoty portfolia a dodat mu na rozmanitosti a odolnosti. Zlato a cenné papíry související se zlatem používáme v našich portfoliích jako potenciální zajištění.

Nevydáváme prognózy ohledně ceny zlata a zlato nenakupujeme ani neprodáváme s cílem spekulovat na jeho cenu.

**Historicky bylo zlato nejcenější v období, kdy byly nízké reálné úrokové sazby a ekonomika oslabená nebo podléhala inflaci.**

Historicky bylo zlato nejcenější v období, kdy byly nízké reálné úrokové sazby a ekonomika oslabená nebo podléhala inflaci. V takovém období byla obvykle hospodářská důvěra nízká a soukromý sektor pohlížel na vládní se skepsí. Na druhou stranu v období prosperity podepřeném levnými úvěry a všeobecnou důvěrou v systém, kdy reálné úrokové sazby byly vysoké, investoři neviděli žádnou potřebu „bezpečného“ aktiva, jakým je zlato.

## ZLATO JAKO MOŽNÉ ZAJIŠTĚNÍ

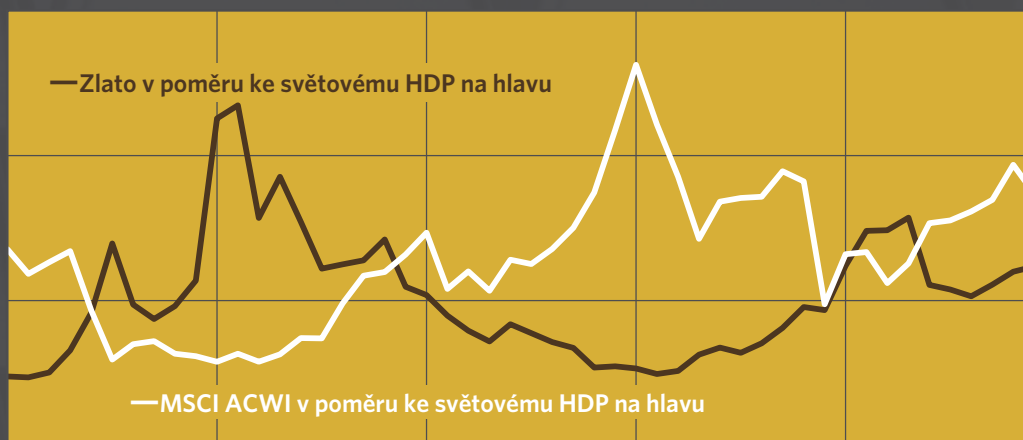
(%)

30

20

10

0



Zdroj: Bloomberg a Konferenční rada k 26. prosinci 2018.

Zlato pokleslo na své historické minimum v poměru ke světovému HDP na hlavu koncem 60. let 20. století, když index MSCI AC World dosahoval svého maxima, a poté znovu během technologického boomu koncem 90. let. Maxima naopak zlato dosáhlo během recese následující po ropné krizi v 70. letech a po globální finanční krizi roku 2008. Od roku 2009 jsme svědky cyklického hospodářského oživení na celém světě, kdy podnikové zisky obecně rostou, americké akciové trhy dosahují nových výšin a důvěra se vrací na vysokou úroveň. Není překvapením, že cena zlata je dnes zhruba o třetinu nižší, než bylo její maximum v roce 2011.

**Historie nás samozřejmě naučila, že prodlužované, zdánlivě euforické trhy netrvají věčně, a my považujeme za nezbytné být připraveni na neočekávaná narušení trhu.**

Historie nás samozřejmě naučila, že prodlužované, zdánlivě euforické trhy netrvají věčně, a my považujeme za nezbytné být připraveni na neočekávaná narušení trhu. Zlato je vzácným aktivem a jeho výkonnost lze sledovat mnoho století dozadu. V nepříznivém makroekonomickém a geopolitickém prostředí si zlato dokázalo udržet svou reálnou hodnotu jak v inflačním, tak v deflačním období. Podle nás proto zlato a cenné papíry související se zlatem mohou posloužit jako potenciální zajištění proti případným finančním katastrofám.

# OT.

## JAKÝ TYP CENNÝCH PAPÍRŮ POUŽÍVÁTE JAKO EXPOZICI VŮČI ZLATU?

**MAX:** Většina naší expozice vůči zlatu je ve formě zlatých slitků v amerických podílových fondech a v komoditách, které jsou fyzicky zajištěné zlatem, obchodovaných na burze (ETC) ve fondech First Eagle Amundi Income Builder Fund a First Eagle Amundi International Fund. Držíme však rovněž značné expozice akcií zlatých dolů a licencovaných těžebních společností. Snažíme se získat přístup k nejlevnějším uncím, ať už prostřednictvím dolů nebo zlatých slitků. Zlatých slitků se netýkají mnohá z rizik, která mohou postihovat důlní společnosti, ale v případě, že máme pocit, že máme rizika související s doly náležitě vykompenzována, nabízejí doly atraktivní příležitost. Jinými slovy, v závislosti na ocenění jsme ochotni vlastnit zlato jak v sejfě, tak v zemi.

Akcie zlatých dolů rovněž poskytují diverzifikaci a pomáhají nám snižovat potenciální riziko vyvlastnění. Máme na paměti skutečnost, že v roce 1933 americký prezident Franklin D. Roosevelt oficiálně zakázal americkým občanům „hromadit“ zlato

a ustanovil povinnost odevzdat veškeré zlato státu. Kdyby se měla historie zopakovat a zlato držené v soukromých rukách mělo být znovu zestátněno, zvýšila by se pravděpodobně hodnota zlatých dolů jako jediného způsobu, jak získat přístup k uncím zlata schovaným pod zemí.

Dalším zajímavým dílčím sektorem, do něhož investujeme, jsou licencované těžební společnosti. Výměnou za počáteční vklad vlastní tyto společnosti právo na procento z produkce minerálů z těžebního provozu. Pokud je ocenění příznivé a management alokuje kapitál moudře, mohou mít licencované těžební společnosti silné fundamenty a mohou být odolnější než mnohé provozní společnosti. Licencované těžební společnosti často představovaly naše nejlepší dlouhodobě držená aktiva.

Proto se domníváme, že optimálním potenciálním zajištěním je diverzifikované portfolio, které obsahuje jak společnosti těžící zlato, tak zlaté slitky.



# OT.

**CENNÉ PAPIRY SOUVISEJÍCÍ SE ZLATEM SICE MOHOU DIVERZIFIKOVAT VAŠI EXPOZICI VŮČI ZLATU, ZÁROVEŇ VŠAK S SEBOU PŘINÁŠEJÍ NĚKTERÁ DALŠÍ RIZIKA. JAKÝ JE VÁŠ PŘÍSTUP K VÝBĚRU ZLATÝCH DOLŮ?**

**THOMAS:** Vlastnictví zlatých dolů nás vystavuje tradičním kapitálovým a těžebním rizikům, například souvisejících řízením, operačním a ekologickým rizikům.

**VZHLEDEM** k tomu, že zlato považujeme za potenciální zajištění, je nejdůležitějším prvkem procesu výběru akcií naše zaměření na odolnost a řízení rizik. Posuzujeme, jaké negativní události by mohly postihnout tu kterou konkrétní společnost. Snažíme se určit, jak nízko by musela poklesnout cena zlata, aby to pro firmu znamenalo finanční problémy. Abychom tuto odolnost otestovali, pečlivě posuzujeme rozvahu, nákladovou strukturu, kvalitu aktiv a specifická technická i politická rizika, s nimiž se firma potýká. Mimo jiné se chceme ujistit, že manažerský tým má dostatek zkušeností s praktickým řízením

**Našimi nejvýkonnějšími dlouhodobými investicemi často byly důlní společnosti, které investují do společenské licence k provozování dolů.**

provozu a s rozhodováním o vhodné alokaci kapitálu a že je zastáncem konzervativního finančního řízení. Dalším rysem, který sledujeme u důlních společností, je durace, zejména vzhledem k tomu, že nevydáváme prognózy ceny zlata; soustředíme se na kvalitní firmy, které mají dlouhodobá aktiva s dlouhou životností dolu a se silnou rozvahou.

**MAX:** Kromě toho stejně jako u každé jiné akciové investice First Eagle se snažíme investovat pouze do společností, u nichž vidíme v ceně značnou marži bezpečnosti. Začíná to stanovením skutečné hodnoty zlatého dolu, která je neodlučně spjata s jeho zásobami zlata a s cenou zlata. Jakmile se přesvědčíme o kvalitě společnosti, do jejích akcií budeme investovat pouze v případě, že se prodávají s podstatnou slevou oproti našemu odhadu jejich skutečné hodnoty.

# OT.

**ZMÍNIL JSTE SE O EKOLOGICKÝCH RIZIKÁCH. HODNOTÍTE PŘI POSUZOVÁNÍ POTENCIÁLNÍCH RIZIKOVÝCH FAKTORŮ I OTÁZKY SOUVISEJÍCÍ S UDRŽITELNOSTÍ VAŠICH AKTIV? JAKOU VÁHU PŘIKLÁDÁTE PŘI ROZHODOVÁNÍ O INVESTICÍCH EKOLOGICKÝM A SOCIÁLNÍM OTÁZKÁM A ZÁLEŽITOSTI SPRÁVY (ESG)?**

**THOMAS:** Udržitelnost je nedílnou součástí našeho investičního procesu. Naším cílem je používat cenné papíry související se zlatem jako potenciální zajištění proti závažným narušením finančních trhů. Vzhledem k tomu, že nevíme, kdy můžeme potenciální zajištění potřebovat,

a že nevydáváme prognózy ceny zlata, snažíme se investovat do společností, které mají dlouhodobě solidní vyhlídky. V sektoru těžby zlata může být pro dlouhodobý úspěch společnosti kritický její závazek dodržovat udržitelné postupy.

Jsmo přesvědčeni, že udržitelnost by měla být pro důlní společnosti vysokou prioritou, protože k provozu svých dolů potřebují nejen vládní licenci, ale také „společenskou licenci“ k provozu v určité lokalitě. Domníváme se, že ve své žádosti o vládní licenci na těžbu by důlní společnost měla usilovat o spravedlnost a brát na vědomí, že duch smlouvy může být důležitější než její litera. Aby byla přijata mezi místní zainteresované aktéry – včetně státní správy, členů komunity, odborů a zaměstnanců – musí důlní společnost tyto aktéry vzdělávat o přínosech, které po ně důl má. Musí rovněž ukázat, že respektuje práva a potřeby místních obyvatel

**V sektoru těžby zlata může být pro dlouhodobý úspěch společnosti kritický její závazek dodržovat udržitelné postupy.**

a chránit životní prostředí jak během těžebních prací, tak poté, co se důl uzavře.

Oblast životního prostředí, sociální oblast a oblast správy (ESG) jsou ústřední součástí naší analýzy kvality společnosti, která ovlivňuje naše rozhodnutí prodat či koupit akcie. Jak nám řekl jeden výkonný pracovník důlní společnosti: „Pokud jsou spokojeni místní aktéři, pak budou spokojeni i naši akcionáři.“ S tím bychom souhlasili.

Našími nejvýkonnějšími dlouhodobými investicemi často byly důlní společnosti, které investují do společenské licence k provozování dolů.

# OT.

**KROMĚ HODNOTY, KTEROU MAJÍ JAKO ZAJIŠTĚNÍ, NABÍZEJÍ CENNÉ PAPIRY SOUVISEJÍCÍ SE ZLATEM JEŠTĚ JINÉ VÝHODY?**

**MAX:** Akcie důlních společností mají potenciál nabídnout nejen rizika, ale také příležitosti. Zaprvé, akcie důlních společností mají pákový účinek na cenu zlata. Historicky měly tendenci se směrem nahoru i dolů pohybovat zhruba dvojnásobkem procentní změny ceny zlata. To může v některých obdobích vést ke vzniku zajímavých investičních příležitostí do nedoceněných cenných papírů souvisejících se zlatem. Takže pokud jsou zlaté doly extrémně nepopulární, a jejich cena je proto podstatně snižena, obvykle mírně vychýlíme svou expozici vůči zlatu směrem ke zlatým dolům, jako tomu bylo například v roce 2015. Na druhou stranu v případě, kdy se zlaté doly těší velké oblibě, jako tomu bylo v roce 2016, obvykle využijeme možnosti realizovat určitý zisk, což sníží relativní váhu dolů v portfoliu.

Některé zlaté doly také úspěšně zvyšují svou hodnotu v čase a rozšiřují své podnikání, a to úspěšným řízením provozu, proticyklickou alokací

kapitálu a velkými úspěchy v průzkumech. Naším úkolem je odlišit podniky, kterým se daří výborně, od těch, jež jsou dobré. Pokud je sektor v útlumu jako například nyní, děláme pravý opak: odlišujeme podniky, které jsou špatné, od těch dobrých, jimž se nedaří dobře, neboť v době útlumu je snadné se v tomto ohledu splést. Lze dokonce říci, že některé společnosti jsou dnes v lepší situaci, než v jaké byly v roce 2011, když začala klesat cena zlata, a že mají ve výrobě (na akciích) i v zásobách (na akciích) více uncí, než měly v roce 2011, když začaly medvědí nálady na trhu se zlatem. U akcií souvisejících se zlatem existuje značný rozptyl ve výnosech z cen akcií, a proto v tomto sektoru hraje velmi důležitou roli výběr akcií. My se snažíme pochopit, které firmy jsou z dlouhodobého hlediska vítězi v oboru, a potom trpělivě čekáme, než bude jejich cena příznivá, a za správnou cenu je nakupujeme.

Posuzujeme i licencované těžební společnosti, o nichž jsme přesvědčeni, že představují zajímavou

investiční příležitost vzhledem k tomu, že mají velmi atraktivní obchodní model. Kromě toho, že mají velmi odlehčenou kapitálovou strukturu, jsou často schopné udržet si vysokou míru volitelnosti nejen ve vztahu k potenciálně vyšším cenám drahých kovů, ale také většímu počtu uncí pod zemí, když jsou schopny zajistit si

**My se snažíme pochopit, které firmy jsou z dlouhodobého hlediska vítězi v oboru, a potom trpělivě čekáme, než bude jejich cena příznivá, a za správnou cenu je nakupujeme.**

finanční transakce se zlatými doly na pozemcích s dobrými vyhlídkami na těžbu. Celkově mohou v případě příznivých cen investice do licencovaných těžebních společností přinášet dvě klíčové výhody: růstový potenciál strukturně vhodného obchodního modelu a zajišťovací potenciál pro expozice vůči zlatu pro případ poklesu.

# OT.

## ZMÍNILI JSTE SE O TOM, ŽE POUŽÍVÁTE ZLATO JAKO POTENCIÁLNÍ ZAJIŠTĚNÍ, TO VŠAK V LOŇSKÉM ROCE MOC NEFUNGOVALO. CO SE STALO?

**THOMAS:** Zlato v roce 2018 pokleslo o 4 % a zlaté doly o 11 % (FTSE Gold Mines Index) v porovnání s -9 % u MSCI World a -5 % u S&P 500. Takže ačkoliv pro akcie, které byly volatilní, to nebyl nijak výborný rok, pro zlato a zlaté doly to byl rok ještě horší. Na první pohled mohou být někteří lidé z výsledků zlatých slitků v roce 2018 zklamaní. Avšak podrobná analýza toho, k čemu v minulém roce došlo, odhalí mnohem složitější obrázek situace. Zlato se ve skutečnosti chovalo přesně tak, jak se dalo očekávat vzhledem k celkovému chování trhů.

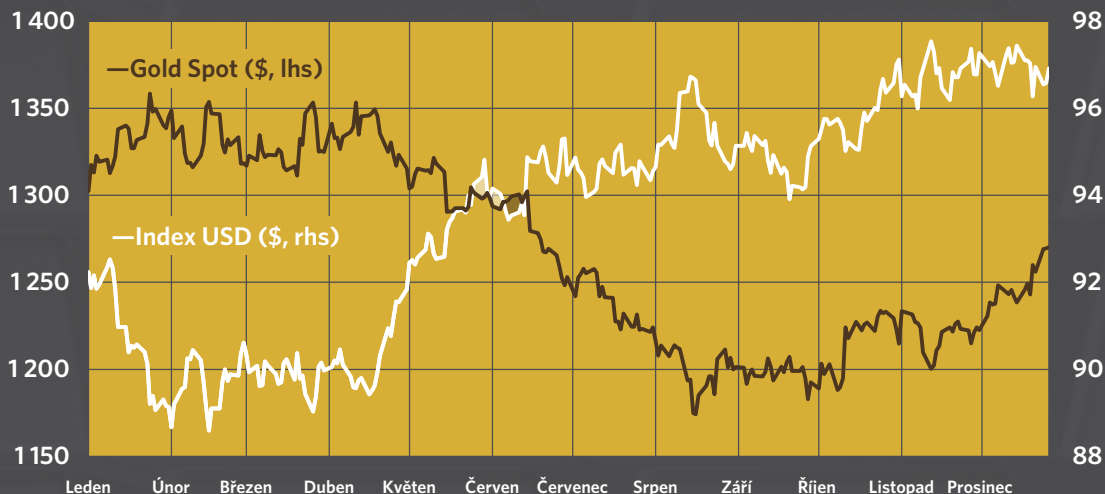
Zlato zahájilo rok na úrovni 1302,8 USD/unci a do konce září pokleslo na 1190,9 USD/unci - což je pokles o 8,6 %. V průběhu těchto tří čtvrtletí globální akciové trhy silně reagovaly na optimismus ohledně americké ekonomiky, kdy S&P 500 vzrostl o 9 %. Avšak rychlý vývoj americké ekonomiky po Trumpově snížení daní také vedl k tomu, že se americká měnová politika začala významně odlišovat od politik nastavených ve zbytku světa. Zatímco ECB, Japonská centrální banka a čínské měnové úřady zůstaly velmi holubičí, pomalá normalizace měnové politiky Fedu tlačila výnosy z amerických dluhopisů výše. To k americkému dolaru lákalo stále větší objem zahraničního

kapitálu. Kombinace ekonomického optimismu a vyšších výnosů v USA (zejména mírně se zvyšujících reálných výnosů) představovaly pro cenu zlata silný protivítr. Proto také v prvních třech čtvrtletích roku klesala.

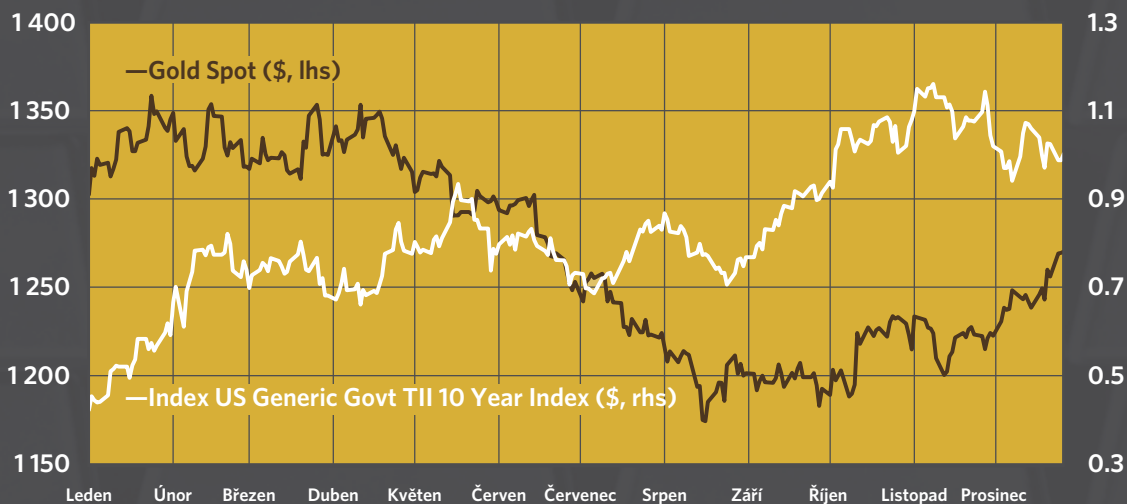
Poté, co se růst akciového trhu zúžil na hrstku amerických technologických a internetových spotřebitelských titulů, nastal v říjnu zásadní obrat trendu. Najednou trh přesunul svůj zájem od silných stránek americké ekonomiky k otázkám udržitelnosti této síly v prostředí, kdy jsou americký dolar a výnosy v USA nahoře. V důsledku toho došlo v říjnu na akciových trzích ke korekci a index MSCI World Index poklesl o 7,4 %. Zlato v říjnu posílilo o 2 % a bylo jedním z nejvýkonnějších aktiv v našich fondech. Bylo to také jedno z mála aktiv, které v tomto měsíci zaznamenalo kladný absolutní výnos. Samozřejmě v porovnání k propadu, který cena zlata zaznamenala do září, nemohlo dojít k jejímu úplnému zotavení a k datu zveřejnění tohoto dokumentu stále není v kladných číslech. Avšak v posledním čtvrtletí roku 2018 se zlatu i přes prudký nárůst volatility a zvyšující se nejistotu dařilo celkem dobře.



## CENA ZLATA VŮČI AMERICKÉMU DOLARU V ROCE 2018



## CENA ZLATA V POROVNÁNÍ S ÚROKOVÝMI SAZBAMI V ROCE 2018



Zdroj: Bloomberg ke 26. prosinci 2018.

# OT.

## JAKÝ JE VÁŠ VÝHLED V OBLASTI ZLATA NA ROK 2019 A CO SI MYSLÍTE O ZLATU V NÁSLEDUJÍCÍM ROCE?

**THOMAS:** Jak jsme uvedli již dříve, nesnažíme se předpovídat směr, kterým se cena zlata vydá. Nejenže nepředpovídáme cenu zlata, ale my primárně držíme zlato proto, že chápeme, že na trhu existují určitá makroekonomická a geopolitická rizika, určitě známé-neznámé, ale také některé neznámé-neznámé, jež mohou podstatně ovlivnit návratnost

kapitálu a které nelze předpovědět a nejsou nepodobné krizi z roku 2008. Ačkoliv jsme byli svědky toho, že cena zlata od roku 2015 padala v přímé reakci na sdělení Fedu ohledně zvýšení či nezvýšení sazeb a rovněž na globální politický a geopolitický vývoj. Očekáváme, že tyto faktory budou pro cenu zlata kritické i v roce 2019. Dalším významným

vývojem, jenž započal v červnu roku 2018 a který, jak se zdá, ovlivňuje cenu zlata, jsou obchodní vyjednávání USA s Čínou a z toho plynoucí napětí, které posílilo cenu amerického dolaru a oslabilo cenu zlata. Tento vývoj je velmi důležitý, stejně jako možnost dalšího zhoršení obchodních vztahů mezi USA a Čínou, které může dále posílit trend silného amerického dolaru a oslabovat cenu zlata v USD. A ačkoliv historie ukazuje, že obchodní války zpomalují globální hospodářský růst, což znamená, že další potenciální eskalace obchodních válek mezi USA a Čínou se může v krátkodobém horizontu nepříznivě odrazit v ceně zlata, neboť díky nim posilují americký dolar i americké akciové trhy, ze střednědobého a dlouhodobého hlediska by měly být příznivé pro cenu zlata, neboť cenové války mohou vést ke slabšímu globálnímu hospodářskému růstu. Jak jsme uvedli již dříve, největším katalyzátorem vyšších cen zlata je eventuelní recese, a ačkoliv jsou obchodní války potenciálně škodlivé pro cenu zlata v krátkodobém horizontu, historie ukazuje, že vedou přesně k tomuto: k pomalejšímu hospodářskému růstu, který je pro cenu zlata příznivý.

Takže si navzdory tolika protichůdným krátkodobým trendům v celosvětovém měřítku udržujeme svůj postoj k odolnosti i naše soustředění na udržení kapitálu ve zlatých aktivech, která držíme. Přesto věříme, že zlato je aktivem, které je důležité mít v našich portfoliích, zejména v této době. Na světě nebývá často tolik nevyřešených otázek, kolik jich existuje dnes, což by mohlo mít významné důsledky pro finanční trhy, a to v prostředí rostoucího globálního zadlužení, které činí globální ekonomiku tak zranitelnou.

**MAX:** Zatímco výkony zlata v krátkodobém horizontu vypadají skutečně jako velmi nahodilé, existují některé prvky, díky nimž jsme přesvědčeni, že kromě zajišťovacího potenciálu zlata mohou být zlaté slitky v následujícím desetiletí nebo možná déle

také zdrojem potenciálních reálných výnosů. Žijeme ve světě historicky nejvyšších úrovní zadlužení – zejména ze strany států a firem. Deset let téměř nulových úrokových sazeb a kvantitativního uvolňování na celém světě pravděpodobně mnoha lidem pokřivilo vnímání rizika. Existuje tedy zjevné riziko, že zásadní případy nesprávné alokace kapitálu se ještě neprojeví a že problémy s likviditou a solventností, které v současné době nelze snadno kvantifikovat, se mohou objevit v řádu měsíců nebo i let.

Jak Warren Buffett moudře poznamenal: „Teprve když nastane odliv, zjistíte, kdo plaval nahý.“ Příliv peněz, jehož jsme byli svědky, je historicky bezprecedentní a spolu s tím, jak Fed začal postupně ustupovat od své vstřícné politiky a ostatní významné centrální

banky již naznačily trend směřující ke zpřísnění, mohou se objevit některé finanční problémy. Situace, v jaké je GE mezi firmami nebo Turecko u státních dluhopisů, možná nejsou posledními příklady.

Na druhou stranu je také možné, že globální hospodářský růst zůstane v nadcházejících deseti letech solidní, což by umožnilo vysoce zadluženým společnostem a státům přežít. Pokud však tomu tak nebude, existuje jen určitý počet možností, jak nadměrné zadlužení řešit. Dlužník může buď přijmout nepříjemnou skutečnost ihned a přistoupit na insolventci, anebo ji odložit a přijmout pomoc. Pokud jde o stát, může se zachránit sám tím, že natiskne peníze. Tak jako tak je tu riziko významné krize anebo devalvace strukturální měny. V obou případech by zlato mělo mít relativně dobré absolutní výsledky i v porovnání s mnoha jinými aktivy.

Cena zlata může a pravděpodobně bude v krátkodobém horizontu volatilní, ale jako dlouhodobí investoři se ve vztahu ke své expozici vůči zlatu a cenným papírům souvisejícím se zlatem cítíme spokojeně a rádi využijeme každé epizody oslabení.

**Situace, v jaké je GE mezi firmami nebo Turecko u státních dluhopisů, možná nejsou posledními příklady.**



# O SPOLEČNOSTI FIRST EAGLE

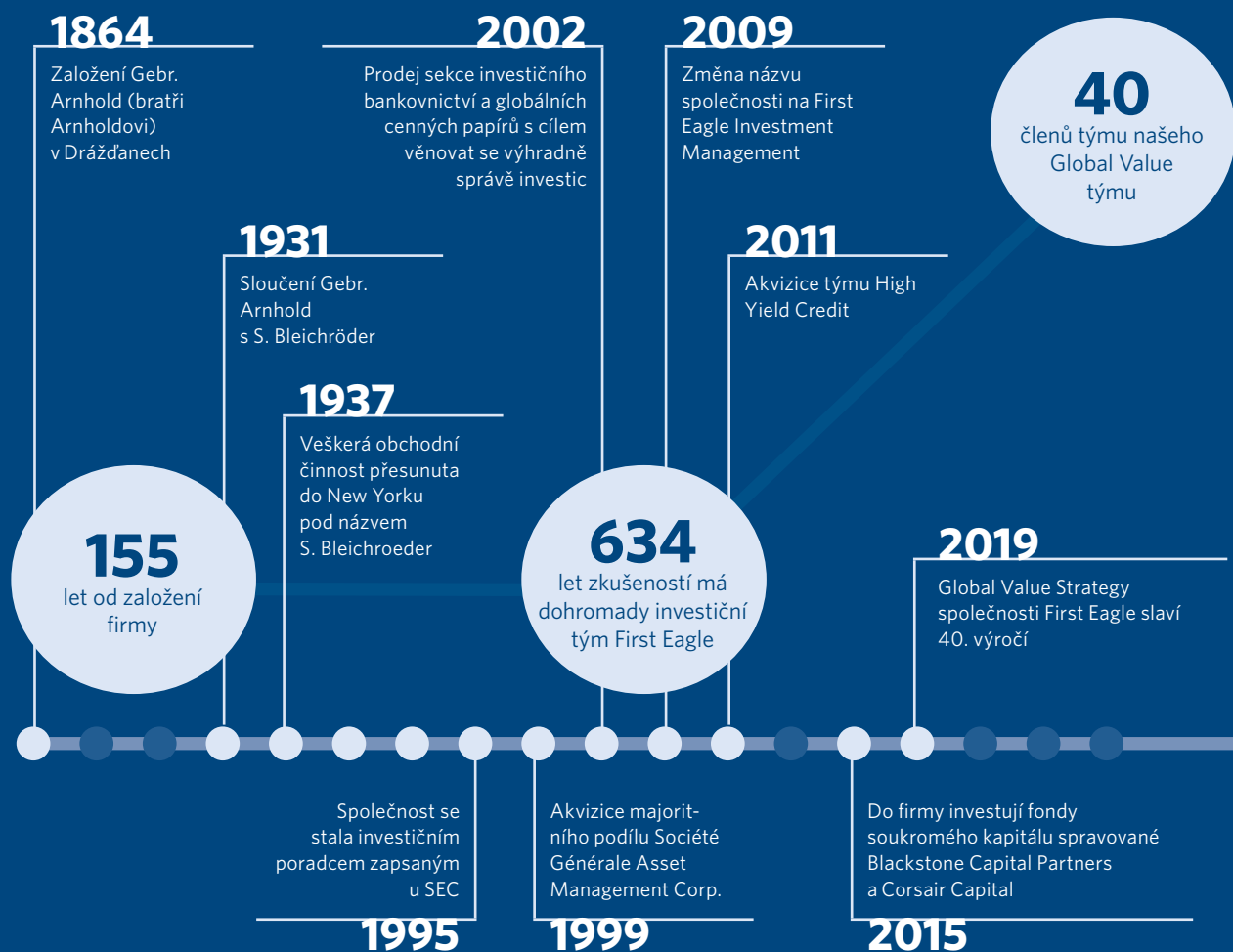
First Eagle Investment Management je nezávislá společnost s centrálou v New Yorku. Věříme na flexibilní investice, které se neohlíží na benchmarky, nýbrž na absolutní návratnost s cílem poskytovat klientům ochranu pro případ poklesu.

Společnost First Eagle byla založena v Evropě v roce 1864, dnes však funguje celosvětově v referenčním rámci, který zohledňuje rozsáhlé obchodní zkušenosti firmy. Společnost je odhodlána budovat kulturu zaměřenou na investice a považuje se za společnost investorů, nikoliv lidí, kteří hromadí aktiva.

Naše zájmy jsou úzce provázány se zájmy klientů a jde nám o stejný cíl: konzistentní dlouhodobě silné výkony.

Jako investoři spojujeme obezřetnost s vášní pro investice. Jako manažeři, kteří se neohlíží na benchmarky, máme odvahu vyplývající z našeho přesvědčení a nedovolujeme, aby nás od něj názory většiny nebo sentiment trhu odváděly. Zůstáváme věrni filozofii, již se řídíme již více než 150 let.

## O UDRŽOVÁNÍ BOHATSTVÍ USILUJEME JIŽ OD ROKU 1864



Zdroj: First Eagle Investment Management ke 31. prosinci 2018.

**SPOLEČNOST FIRST EAGLE** věří, že náš tým je neocenitelným aktivem, díky němuž se odlišujeme od jiných firem. Naši portfolio manažeři, analytici výzkumu a vrchní poradci mají dohromady šest set let zkušeností v oboru. A co více, sdílejí temperament, který odpovídá našemu primárnímu cíli, jímž je udržení kapitálu, a reaguje na něj.



V roce 2018 jsme pokračovali v prohlubování naší výzkumné platformy a přijali několik důležitých pracovníků, abychom se strategicky připravili na vývoj prostředí. Navýšili jsme své možnosti v oblasti výzkumu státních dluhopisů. Spolu s tím, jak se ve světě začíná vytvářet dluhová nerovnováha a přesunula se ze sektoru domácností do státního sektoru, jsme byli v některých částech světa, například v Turecku, svědky tříštění pohledů na rizika spojená se státním dluhem. Podle našeho názoru se tato oblast stane ještě kritičtější s ohledem na současnou geopolitickou situaci a situaci v oblasti zadlužení států. Proto jsme přijali dva další analytiky pro veřejný sektor, kteří mají rozsáhlé zkušenosti z oboru. Rovněž jsme posílili své schopnosti v oblasti aktiv s pevným příjmem, a to ve formě dvou nových pracovníků, kteří se zaměří na příležitosti právě v oblasti úvěrů investiční třídy.

Rovněž jsme vytvořili pozici, která bude interně poskytovat odborné znalosti v oblasti přístupu k firmám. Mnozí správci aktiv závisejí v přístupu k vedení podniků na makléřských firmách. My každoročně

navštívíme více než tisíc společností a na správě podniků nám velmi záleží, takže máme velkou radost, že posilujeme své schopnosti v této oblasti. Nyní můžeme přímo komunikovat s firmami, do kterých jsme již investovali, ale také s těmi, do nichž investici zvažujeme. Budeme tak mít všechny nástroje potřebné k tomu, abychom sdělovali jedinečné prvky práce First Eagle přímo vedení firem a spojili se s výkonnými pracovníky každé ze společností samostatně.

Do nového roku vstupujeme s týmem Global Value, který se rozrostl na 40 členů – každý z nich poskytuje jedinečný soubor schopností, jež společně tvoří nedostížitelnou skupinu připravenou investovat ve světě, který možná v příštím desetiletí bude vypadat úplně jinak než v tom předchozím.

# NARUŠENÍ S MARŽÍ BEZPEČNOSTI

## HODNOTOVÉ INVESTICE V NEUSTÁLE SE MĚNÍCÍM SVĚTĚ

**MANISH GUPTA**

Senior Research Analyst

**D**nešní svět se vyznačuje rušivými silami. Globalizace, automatizace výroby a moderní technologie rychle mění všechny aspekty našeho každodenního života.

Tyto inovace narušily trh práce tím, že nahradily mnoho pozic a zasáhly do téměř všech výrobních řetězců.



Například v japonské společnosti FANUC, která vyrábí výrobní automaty a roboty, tak roboti stavějí roboty. Informační technologie mají obrovský vliv na to, jak lidé vyrábějí, spotřebovávají a jak se chovají; narušení, které je zjevné od počátku každého dne. Pro stále větší procento obyvatel naší planety začíná den tím, že se podívají na svůj mobilní telefon. Mnoho lidí tráví velkou část dne přihlašování se do sociálních médií s dotazem: „Dostal jsem na Facebooku nějaké lajky? Kolik sledujících mám dneska na Instagramu? Přejde dnes balíček z Amazonu?“ Ještě předešlá generace žádné z těchto aktivit neznala!

Ačkoliv se zdá, že nově zaváděné technologie neustále formují a mění naše každodenní zvyklosti, je důležité nezapomenout, že „vývoj člověka“ je poháněn technologickými narušeními po většinu historie, od vynálezu kola přes parní motor po telefony či elektřinu; každá nová technologie

tak nahradí něco, co se zdálo být zavedeným systémem. Například než YouTube a Netflix narušily televizi, byl knižní trh narušen rozhlasem a rozhlas zase televizí.

S každou novou narušitelskou silou přichází i riziko zániku – riziko, že se současná technologie stane méně relevantní. V čase je narušeno všechno a všechno zaniká: firmy, obory, měny i politické režimy. Například

Exxon-Mobil je jedinou společností, která se udržela mezi top 10 akciovými tituly v indexu S&P 500 po dobu posledních šedesáti let. Žádné jiné společnosti se nepodařilo udržet si dostatečnou dominantnost v jakémkoliv oboru dostatečně dlouhou na to, aby dosáhla podobného úspěchu.

Riziko zániku je konstantní, ale rovněž dynamické, zejména pokud jde o informační technologie. Apple a Microsoft představují narušení, která se málem narušila navzájem! Microsoft téměř narušil Apple koncem 80. a počátkem 90. let. Mnozí investoři byli přesvědčeni, že Apple naruší Microsoft, když představil iPad. Nyní stojíme na konci roku 2018 a Apple s Microsoftem doprovázejí dva další narušitelé, Amazon a Alphabet, představující největší americké společnosti, pokud jde o tržní kapitalizaci.

Udrží si Amazon, Apple, Alphabet a Microsoft v následujících deseti letech svou pozici v oblasti tržní kapitalizace? To není zaručeno. Další vlna neklidu už může být za dveřmi! Možná přijde ze

Další vlna neklidu už může být za dveřmi! Možná přijde ze strany kvantových výpočetních systémů nebo od strojového učení („ML“) či od umělé inteligence („AI“).

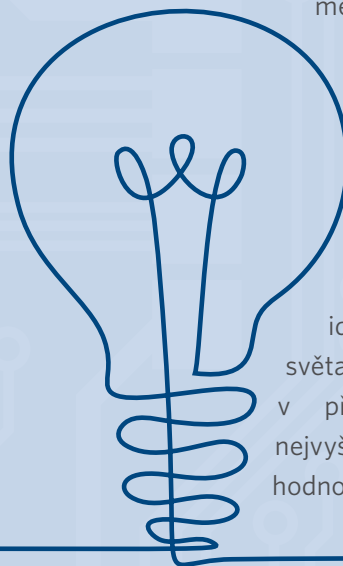
strany kvantových výpočetních systémů nebo od strojového učení („ML“) či od umělé inteligence („AI“). Nevíme to jistě a předpovídáním budoucnosti se nezabýváme. Zdá se však, že příští vlna změn může nastoupit rychleji; zdá se, že technologické narušování světa se dnes pohybuje rychlostí

blesku. Pokračující shromažďování vědomostí znásobené naší schopností snadno a exponenciálně skladovat, sdílet a zpracovávat data při efektivních nákladech žene motor neklidu dneška kupředu.

K narušení je zapotřebí času, ale zdá se, že stále méně. Autům s benzínovými motory trvalo několik desetiletí, než nahradila koňskou sílu. Počítačům trvalo desítky let, než se staly nejčastěji používaným spotřebním zbožím. A internet zanedlouho oslaví

40 let. Ale Facebooku trvalo pouhých pět let, než se z něj stalo přední internetové sociální médium světa. Facebook narušil Myspace, což bylo přední sociální internetové médium do roku 2009. Od té doby, od níž neuplynulo ani deset let, Myspace pomalu zaniká.

Společnost First Eagle věří, že budoucnost je nejistá. Pozorujeme, jak technologická narušení mění svět. Můžeme si



všimát narůstajícího významu a hodnoty cloudového počítačového prostoru nebo ML/AI. Nemáme však křišťálovou kouli, abychom identifikovali 10 firem světa, které budou mít v příštích deseti letech nejvyšší kapitalizaci. Jsme hodnotoví investoři a naším

cílem proto vždycky bylo především zachovat kupní sílu kapitálu z dlouhodobého pohledu. Nesnažíme se odhadovat, kde a v jaké podobě přijde příští inovace. Raději se soustředíme na to, abychom pochopili důsledky, které narušení či narušitelé mohou mít na riziko zániku.

Neinvestujeme na základě růstového potenciálu, nýbrž především na základě ceny. Naše investiční filozofie se vždy řídila přijetím skutečnosti, že riziko zániku je konstantní. Snažíme se selektivně budovat diverzifikovanou skupinu společ-

a technologických cyklů. To od nás žádá, abychom čas od času zůstali stát na kraji, když začnou zářit nové hvězdy. Vědomi si své neschopnosti identifikovat investiční příležitost – s marží bezpečnosti – v nejžhavějším sektoru konce 90. let, tedy v tech-



ností, o nichž se opatrně domníváme, že jsou schopny v následujících deseti letech vytrvat a potenciálně i posílit. Vytrvalost a odolnost jsou vlastnosti podniků, kterých si při posuzování investičních příležitostí vysoce ceníme.

U společnosti First Eagle máme obvykle raději věci obyčejné, stabilní, ale vytrvalé než věci zajímavé, nejisté a riskantní. U potenciální investice za atraktivní kvalitu považujeme stálou pozici na trhu. Například se domníváme, že stojí za to si povšimnout, když si firma, jako je Microsoft, udržela po dvě desetiletí celosvětově dominantní vedoucí postavení v počítačových operačních systémech a kancelářském softwaru. Anebo když v posledních dvou desetiletích firmy jako TSMC a Xilinx ovládaly polovinu nebo i větší část svého klíčového oboru.

Zaměření na vytrvalost namísto růstového potenciálu vyžaduje trpělivost.

Při určování vytrvalosti firmy obvykle posuzujeme, jak se firma chovala v průběhu různých obchodních

Při určování vytrvalosti firmy obvykle posuzujeme, jak se firma chovala v průběhu různých obchodních a technologických cyklů. To od nás žádá, abychom čas od času zůstali stát na kraji, když začnou zářit nové hvězdy.

nologickém sektoru, jsme trpělivě vyčkávali a drželi pouze skromné technologické expozice.

I když to vyžadovalo trpělivost, když bublina praskla,

ukázalo se, že je to rozhodnutí, které stojí za to. Podle našeho

názoru je cesta za úspěchem často trnitá a my obvykle nalézáme více příležitostí v padlých technologických andělech, kteří dočasně z nějakého důvodu upadli v nemilost. Microsoft, Intel a Cisco Systems, firmy, které byly v průběhu uplynulých deseti let v určitou chvíli mezi top 10 aktivy našich fondů, jsme koupili v době, kdy se cena jejich akcií značně propadla v porovnání s maximem bubliny TMT.

Novějším příkladem je naše investice do Facebooku v roce 2018. Po skandálu s Cambridge Analytica se z Facebooku, favorita akciových trhů, rychle stala společnost, o jejíchž podnikatelských základech se začalo pochybovat. Spolu s tím,

jak se jeho akcie propadaly, nám trhy nabídly příležitost investovat do firmy, která odpovídá našim subjektivním i objektivním investičním kritériím. S vysokým a stabilním tržním podílem je Facebook relativně jednoznačně největší firmou nabízející platformu pro sociální média. Její obchodní model je už ze své podstaty založen na sítích,



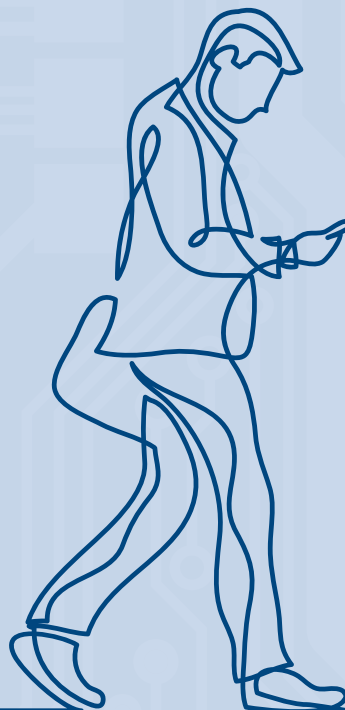
kde se velikost stává strukturální konkurenční výhodou a nabízí potenciál pro strukturálně vysoké provozní marže. Historicky firma prokázala svou schopnost efektivně monetizovat svou síť a generovat silné volné hotovostní toky. Má rovněž velmi solidní rozvahu, a to i poté, co se v posledních dvou letech zdvojnásobil počet jejích zaměstnanců. Facebook ovládají jeho zakladatelé a zájmy vlastníků i vedení firmy jsou relativně úzce sladěny se zájmy akcionářů. Společnost rovněž úspěšně zvládla technologický přechod z počítačů na mobilní telefony; a generační přesun z Facebooku na Instagram, a za jen o něco málo více než deset let dokázala, že má určitou míru vytrvalosti a odolnosti. Replikovat Facebook nebude jednoduché. A pokud se k tomu někdo přiblíží, možná ho Facebook nakonec koupí, jak to udělal s Instagramem, a rozšíří tak svou platformu. Pokud jde o cenu od maxima k minimu, poklesla cena akcií Facebooku v posledním roce zhruba o 40 %. Uplynulý rok nám díky tomu, že se v cenách akcií odráželo nižší ocenění, nabídl, jak se domníváme, příležitost vstoupit do pozice s marží bezpečnosti.

Facebook ovládají jeho zakladatelé a zájmy vlastníků i vedení firmy jsou relativně úzce sladěny se zájmy akcionářů. Společnost rovněž úspěšně zvládla technologický přechod z počítačů na mobilní telefony; a generační přesun z Facebooku na Instagram, a za jen o něco málo více než deset let dokázala, že má určitou míru vytrvalosti a odolnosti.

Narušení je výborným motorem růstu. Je však také výborným motorem hodnot. Podle našeho názoru to platí především u společností, které narušení podporují, ale i pro celé společnosti, alespoň z dlouhodobého pohledu.

Pokud jde o technologické firmy, sní mnoho investorů o tom, že objeví příštího narušitele, příští Amazon nebo příští Apple. Na tuto oblast se tradičně pohlíží jako na privilegované hřiště pro investory, zaměřené na růst, kteří platí příplatek

za to, že mohou zachytit růstový potenciál. I my u First Eagle máme rádi růst, ale se slevou. Narušení s marží bezpečnosti.



# OSLAVME 40 LET INVESTIČNÍCH ÚSPĚCHŮ

S **JEAN-MARIE EVEILLARDEM**



Global Value Strategy společnosti First Eagle oslavila 1. ledna 2019 40 let. Od doby jejího založení investorem **JEAN-MARIE EVEILLARDEM**, když ještě působil ve francouzské bance, se Global Value Strategy konzistentně řídila ukázněnou investiční filozofií orientovanou na hodnotu a pomíjející benchmarky. Jean-Marie po mnoho let působil jako portfolio manažer Global Value Strategy a nyní je Senior Advisorem firmy. S tímto legendárním investorem jsme se sešli, abychom si popovídali o jeho zkušenostech a názorech.

# OT.

## JEAN-MARIE, DĚKUJEME, ŽE JSTE TU DNES S NÁMI. JAK JSTE VLASTNĚ OBJEVIL SVĚT HODNOTOVÝCH INVESTIC?

**P**rvní krok: V roce 1962 jsem začal pracovat pro francouzskou banku a po pěti letech mi tam už bylo trochu těsno. Banka mě na rok nebo dva vyslala do New Yorku. Po několika měsících jsem tam potkal dva Francouze, kteří studovali na Columbia Business School. Ti mi řekli o Benu Grahamovi, otci hodnotového investování, který tři roky předtím odešel z Columbia Business School do důchodu. Tak jsem šel do knihkupectví a koupil si *The Intelligent Investor a Security Analysis*.

Byl jeden francouzský spisovatel, Paul Claudel, jenž byl agnostikem a který vstoupil do katedrály Notre Dame pouze z estetických důvodů. Popsal, jak stál u pílře a osvětila ho Boží milost. Po zbytek svého života byl pak oddaným katolíkem. V mnohem skromnější podobě jsem i já byl takříkajíc osvícen, když jsem četl Bena Grahama. Přístup, který Graham vysvětloval, mi dával smysl – naprostý smysl. A 50 let poté, co jsem se s tím poprvé setkal, mohu potvrdit, že to také funguje. Grahamova premisa byla taková, že inteligentní investor nakupuje akcie společnosti v době, kdy jejich cena odráží slevu oproti odhadované skutečné hodnotě firmy. Jinými slovy, byl přesvědčen, že nejlepší je investovat s marží bezpečnosti.

Když jsem se vrátil do Paříže, pokusil jsem se banku přesvědčit, aby mi umožnila investovat podle Bena Grahama. Banka však o něm nikdy neslyšela a nechtěla mě nechat vyzkoušet to ani se skromným obnosem. Až teprve v roce 1978 banka konečně řekla: „Máme malý fond, který řídí dílčí poradce, a toho byste mohl nahradit. Pošleme vás zpátky do New Yorku.“ Ve fondu bylo v dolarech pouhých 15 milionů.

**D**ruhý krok: Po mém návratu do New Yorku jsem četl velmi pozitivní článek o Warrenu Buffettovi, což mě vedlo k tomu, že jsem si opatřil kopie výročních zpráv Berkshire Hathaway. To byl můj druhý krok v objeování hodnotového investování. Buffett s Grahamem studoval, ale jeho principy zavedl novým směrem. Na rozdíl od Grahama Buffett tvrdí, že jsou některé obory podnikání, které jsou lepší než jiné. V některých případech mohou mít firmy něco, čemu Buffett říkal „vodní příkop“ – konkurenční výhodu, která je může ochránit nejen po následující rok nebo dva, ale po dalších 10 nebo 15 let. Buffettovo rozšíření učení Bena Grahama bylo značné a rovněž úspěšné.

Samozřejmě že existovaly alternativy k filozofii hodnotového investování. Tato francouzská banka například nakupovala a prodávala velké akciové tituly v indexu na základě psychologie trhu. Mně to nijak přitažlivé nepřipadalo. A zároveň někteří jiní investoři prováděli technické analýzy, používali grafy k predikování krátkodobých trendů na trhu. Viděl jsem, že pokud v daný systém věří dost lidí, může mít vliv, ale když se nad technickými analýzami zamyslíte, zjistíte, že nemají význam. Jak můžete vzít graf a vyčíst z něj, zda tvar křivky naznačuje krátkodobé byčí nálady?

Hodnotové investování mi dávalo mnohem větší smysl. Rozhodl jsem se používat jak Grahamův přístup hluboké hodnoty, tak Buffettův přístup vodního příkopu.

# OT.

## V TOM OBDOBÍ SE AMERIČTÍ INVESTOŘI SILNĚ ORIENTOVALI NA SVŮJ DOMÁCÍ TRH. JAK SE VÁM PODAŘILO PROBUDIT JEJICH ZÁJEM O GLOBÁLNÍ AKCIE?

**V** životě hraje ohromnou úlohu štěstí, a já jsem ho jednoduše měl. Nastoupil jsem 1. ledna 1979, kdy kontinentální Evropa činila určité kroky k větší ekonomické unii. V minulosti existoval francouzský akciový index, německý index, italský index a tak dále. Co bylo relativně nové, byl celoevropský index. A najednou fondy začaly soutěžit na základě tohoto indexu.

Akcie s nízkou kapitalizací, které byly součástí francouzského indexu, nebyly do evropského indexu zahrnuty, protože byly příliš malé. Někteří investoři, kteří se zaměřovali na evropský index, se těchto nízkce kapitalizovaných titulů zbavovali. Mně tyto akcie připadaly jako zajímavé příležitosti. Vzhledem k tomu, že účetní metody obvykle podhodnocovaly ziskovost evropských společností, některé z těchto akcií byly dokonce levnější, než se zdálo. Byl jsem ochoten se od indexu odchýlit a hledat nenápadné lokální firmy, o nichž jsem byl přesvědčen, že jde o koupi s dobrou hodnotou, která bude časem generovat příjemné výnosy. Říkal jsem si, že to přece

Jako hodnotový investor jste už z podstaty dlouhodobým investorem.

nemůže být tak jednoduché, takže jsem zavolał někomu, koho jsem znal v Paříži v oboru správy prostředků a zeptal se: „Uniká mi něco?“

A on odpověděl: „Samozřejmě že ti něco uniká. Uniká ti fakt, že pokud my, místní, nebudeme kupovat tyhle malé francouzské akcie, tak nikdy neporostou.“

To však nebyla pravda. Měl říct: „Časem vyděláš třikrát, čtyřikrát nebo pětikrát tolik, ale budeš muset být trpělivější než obvykle, protože dnes tyhle akcie nikdo nekupuje. Takže budeš možná muset počkat dva nebo tři roky.“

Jako hodnotový investor jste už z podstaty dlouhodobým investorem. Souvisí to s tím, v co věřil Ben Graham: V krátkodobém horizontu je akciový trh jako hlasovací stroj, kde investoři hlasují svými nákupy a prodeji; v dlouhodobém horizontu je trh váhou, která váží realnost podniku, a to kladně, nebo záporně. Jako hodnotový investor se snažíte o investice, které budou časem ve shodě s touto váhou. Trpělivost je základem všeho.

# OT.

## S JAKÝMI VÝZVAMI JSTE SE ZA SVOU KARIÉRU MUSEL POTÝKAT?

**V** roce 1979 jsme začali s 15 miliony dolarů a v roce 1987 jsme byli na 100 milionech. Ale Japonsko bylo koncem 80. let velkým problémem. Většinou platí, že po několika letech býčího trhu se naskytne několik investičních příležitostí a po několika letech medvědího trhu je těch příležitostí mnoho. Jinými slovy, vždy jsou alespoň nějaké příležitosti.

Jedinou výjimkou za celou mou kariéru bylo Japonsko koncem 80. let 20. století. Říkal jsem si: „I když posuzuji 75 tamních akciových titulů, nekoupím ani jeden z nich.“ Existovala tam obrovská bublina jak v oblasti realit, tak na akciovém trhu. Lidé kupovali akcie za jakoukoliv cenu, já jsem nekupoval nic. Jsem schopen úplně ignorovat určitý obor nebo určitou zemi, jsem-li přesvědčen, že tam neexistují žádné příležitosti. V té

době představovalo Japonsko druhý největší akciový trh světa, hned po Spojených státech, a já jsem tam nevládnul nic. „Kdybyste měl jen málo, pochopili bychom to. Ale nic?“

A já odpovídal: „Je mi líto, ale všechno je to nafouknuté.“

S podobným problémem jsem se potýkal koncem 90. let, když jsem se nepodílel na tom, co jsem považoval za mánii kolem technologických, mediálních a telekomunikačních společností – v éře dotcomů. Po tři roky za sebou jsem koncem 90. let velmi zaostával. Na podzim roku 1997 jsme spravovali aktiva ve výši 6 miliard dolarů, ale do konce roku 1999 jsme spadli na 2,25 miliardy. I v rámci Global Value Strategy, kde jsem měl dvacetiletou historii, odešlo sedm z deseti akcionářů.

Víme, že jako hodnotoví investoři budeme někdy pozadu. Zase se vrátíme k Beniu Grahamovi. Pokud jste dlouhodobým investorem, nesnažte se v krátkodobém horizontu udržet krok s kolegy z oboru nebo s benchmarkem – což znamená, že čas od času budete prostě pozadu.

Pokud nejste pozadu příliš dlouho nebo jste pozadu jen o něco, není to konec světa. Ale koncem 90. let, ačkoliv jsme byli mírně nahoře, nebyli jsme rozhodně

tak vysoko jako mnohé více agresivnější fondy. Byli jsme tehdy hodně pozadu, a pokud taková situace trvá dostatečně dlouho a je dostatečně vyostřená, hodně to bolí. Náš fond byl zařazen na seznam bécěk. To člověka moc nepovzbudí. Byly chvíle, kdy jsem o sobě pochyboval. Večer jsem se vrátil domů a říkal si: „Co mi uniká, když všichni ostatní se k tomu staví tak pozitivně?“

Nad vodou mě drželo přesvědčení, že z dlouhodobého hlediska hodnotové investice přinesou dobré výsledky. Skuteční hodnotoví investoři musejí být ochotni vydržet určitou bolest. A když dotcomová bublina praskla, naše trpělivost přinesla růže.

Vždycky jsem říkal, že raději přijdu o polovinu našich akcionářů (což se v té době stalo) než o polovinu jejich peněz (což se nestalo, jakmile se proud otočil a technologická, mediální a telekomová bublina praskla).

Během těch let, kdy se nám snižoval objem spravovaných aktiv, myslím, že francouzská banka váhala, zda mě raději propustit, nebo celý podnik prodat. I tentokrát jsem měl štěstí, protože se banka rozhodla podnik prodat. Cítil jsem se trochu jako na koňském handlu, ale prodej společnosti Arnhold and S. Bleichroeder (později First Eagle Investment Management) byl vynikajícím řešením jak pro fondy, tak pro mě osobně.

Pokud jste dlouhodobým investorem, nesnažte se v krátkodobém horizontu udržet krok s kolegy z oboru nebo s benchmarkem – což znamená, že čas od času budete prostě pozadu.

# OT.

**VE SVĚTĚ INVESTIC JSTE ZNÁM JAKO ČLOVĚK, KTERÝ VĚŘÍ VE STÁLOU HODNOTU ZLATA. PROČ JSTE TAK SKÁLOPEVNĚ PŘESVĚDČEN O ALOKACI PROSTŘEDKŮ DO ZLATA?**

**M**ožná proto, že jsem Francouz, se obzvlášť obávám rizika hyperinflace. Francie si prošla velmi vysokou, zničující

inflací dokonce dvakrát, v osmnáctém století: jednou v době regentství po smrti Louise XIV. a později znovu během Francouzské revoluce. Myslím, že povědomí o těchto událostech zvýšilo i mé vnímání tohoto rizika.



Já sám vycházím z rakouské školy ekonomie, která učí, že po boomu úvěrů nastane úvěrový kolaps a že správný způsob, jak se s tímto kolapsem vyrovnat, je očistit se o některé nadbytky – nikoliv však všechny, protože to by bylo příliš bolestivé, ale o některé z nich. Je to založeno na tom, že člověk krátkodobě přijme určitou nepříjemnost, aby získal dlouhodobý zisk. Ale já jsem viděl, že politici ani veřejnost nemají prázdnou chuť zbavovat se jakýchkoliv nadbytků. Nepovažoval jsem to za dobrou cestu a v té době byla cena zlata hodně nízko, takže jsem začal investovat do zlata jako potenciálního zajištění vůči narušení peněžního systému.

O pár let později jsme vykazovali pouze mírné ztráty a já jsem si říkal, že bych se možná měl posunout dál. Ale pak se v roce 1998 velký hedgeový fond Long-Term Capital Management začal potýkat se značnými problémy. Chápal jsem, že Federální rezervní systém zachrání banku, která má střadatele, ale záchrana hedgeového fondu mi připadala jako to poslední, co by se mělo stát. Firma vsadila obrovskou sázku a prohrála, a měla by za to tedy platit. Když jsem viděl, že Long-Term Capital Management dostává záchranný balíček, bylo mi jasné, že peněžní architektura světa může být zranitelná. Takže jsem dál investoval do zlata a od té doby máme určitou část prostředků alokovanou do investic souvisejících se zlatem.

# OT.

**JE O VÁS ZNÁMO, ŽE JSTE SE VYHNUL JAK JAPONSKÉ BUBLINĚ KONCEM 80. LET 20. STOLETÍ, TAK TECHNOLOGICKÉ BUBLINĚ KONCEM LET 90. KDYŽ ZHODNOTÍTE SOUČASNÝ STAV EKONOMIKY, VIDÍTE NĚKTERÉ OBLASTI, NAD NIMIŽ VÁHÁTE? CO VÁM NEDÁ V NOCI SPÁT?**

**J**edna věc, která mi dělá starosti, je růst státních dluhů na celém světě. Za posledních 45 let Francie prožila několik velmi dobrých, ale i náročných let, ale v žádném roce nevykázala rozpočtový přebytek. Zdá se, že ve světě převládají neokeynesiánské myšlenky, a myslím, že jsou to myšlenky nebezpečné. John Maynard Keynes byl přesvědčen, že poptávka soukromého sektoru je v některých obdobích nedostatečná a že je nutné ji doplnit poptávkou veřejného sektoru, což znamená určitý rozpočtový schodek. Ale rovněž říkal, že v dobrých letech musí existovat rozpočtový přebytek, aby vládní dluh nerostl do oblundných rozměrů. Neokeynesiáni tuto část jeho mantry vypustili.

Během své kariéry jsem se potýkal s pochybnostmi o sobě samém, a to nejen v době, kdy náš fond zaostával za trhem, ale také v době, kdy jsem se snažil vykoumat, co se stane v budoucnu. Tváří v tvář nejistotě budoucnosti musí člověk zůstat pokorný.

Dnes mají Spojené státy i jiné země gigantický státní dluh – a to nejen na federální úrovni, ale i na státní, a dokonce městské. I podniky a spotřebitelé jsou neuvěřitelně zadluženi. Od globální finanční krize před deseti lety nedošlo vůbec k žádnému snižování dluhů, což platí o Evropě i o Japonsku. Někteří lidé začínají tvrdit, že to platí i o Číně.

Kvantitativní uvolňování je v historii světa naprosto bezprecedentní záležitostí. Nikdo neví, jaké byly úrokové sazby před pěti tisíci let, ale historicky – kromě krátkého období středověku, kdy katolická církev účtování úroků zakázala – nedošlo nikdy ke kvantitativnímu uvolňování. Vzhledem k tomu, že nemáme možnost historického srovnání, nikdo neví, jaké důsledky s sebou

kvantitativní uvolňování – a nyní zmírnění kvantitativního uvolňování – přinese.

Ale já vždycky říkám, že má analýza dnešní situace může být chybná. Možná bude prosperita ve Spojených státech a všude jinde trvat dalších pět nebo deset let.

## OT.

### VIDÍTE JEŠTĚ PROSTOR PRO HODNOTOVÉ INVESTICE V DNEŠNÍM STÁLE PASIVNĚJŠÍM PROSTŘEDÍ?

**A**no, vidím. Po deseti letech býčího trhu lze snadno pochopit preference pasivního investování. Někteří lidé extrapolují. Říkají: „Trh na tom byl deset let dobře, a možná na tom bude dobře ještě dalších deset let. Proč bych se měl obtěžovat vstupem do aktivního fondu? Tolik těchto fondů má dlouhodobě horší výsledky, než je jejich index.

Proč bych se měl pouštět do takového rizika?“ A vstoupí do indexového fondu nebo ETF. Jenže já si myslím, že s EFT si koledujeme o problém, protože nám dávají iluzi likvidity.

Myslím si, že stále existuje prostor pro aktivní fondy, musejí však v průběhu času dokázat, že jsou lepší než index. Když jsem v roce 1979 začínal, říkal jsem si, že bych měl mít dva cíle. Jedním bylo, že v absolutním měřítku musím mít v čase lepší výsledky než fondy

Kdo ví? Během své kariéry jsem se potýkal s pochybnostmi o sobě samém, a to nejen v době, kdy náš fond zaostával za trhem, ale také v době, kdy jsem se snažil vykoumat, co se stane v budoucnu. Tváří v tvář nejistotě budoucnosti musí člověk zůstat pokorný.

peněžního trhu, protože ve svém fondu vystavuji akcionáře rizikům spojeným s akciemi. A zadruhé, že v průběhu času musím mít lepší výsledky než index, protože jinak by si investoři mohli říct: „Vždyť já vás vůbec nepotřebuji, vždyť to už si mohu nakoupit listy indexového fondu.“ Myslím, že tohle byly správné dva cíle.

Jenže já si myslím, že s EFT si koledujeme o problém, protože nám dávají iluzi likvidity.

Lidé dnes mluví o investicích podle algoritmů a s pomocí umělé inteligence, ale mně se zdá, že tyto přístupy vycházejí z toho, že považujeme účetní údaje firem za odhalenou pravdu. A to je extrémně rizi-

kové. Účetní údaje jsou často zkreslené, ať úmyslně či neúmyslně, a my se domníváme, že bychom na ně měli pohlížet s určitým skepticismem. Pokud jde o odhalování podobných nešvarů, mají aktivní analytici výzkumu a portfolio manažeři výhodu.

## OT.

### JAKO INVESTOR ZA SEBOU MÁTE POZORUHODNOU DLOUHODOBOU HISTORII, KTEROU SPOLEČNOST MORNINGSTAR OCENILA CENOU ZA CELOŽIVOTNÍ DÍLO. ČEMU VDĚČÍTE ZA TENTO ÚSPĚCH?

**T**rpělivosti.

# PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

Tento materiál se poskytuje profesionálním klientům, včetně finančních zprostředkovatelů, a není určen pro veřejnost ani pro veřejné šíření.

Tento materiál obsahuje informace o investičních službách poskytovaných společnostmi nebo podniky kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („Fondy“) ze skupiny Amundi, které jsou založeny podle práva Lucemburska a schváleny k distribuci veřejnosti orgánem Commission de Surveillance du Secteur Financier. Správcem

- Amundi Funds, Amundi Funds II, Amundi SICAV II, Amundi Fund Solutions a First Eagle Amundi je společnost Amundi Luxembourg S.A., 5, allée Scheffer, L-2520 Lucembursko;
- CPR Invest je CPR Asset Management, 90 Boulevard Pasteur, 75015 Paříž, Francie;
- KBI Institutional ICAV je KBI Global Investors Ltd., 2 Harbourmaster Place, International Financial Services Centre, Dublin 1, Irsko.

Tento materiál slouží pouze pro informační účely, není doporučením, finanční analýzou nebo poradenstvím a nepředstavuje výzvu, pobídku ani nabídku k nákupu či prodeji kteréhokoliv Fondu nebo služby zde popsáné v jakékoliv jurisdikci, v níž by taková nabídka, výzva nebo pobídka byla nezákonná.

Tento materiál nebyl předložen ke schválení regulačnímu orgánu a vydává se pouze v povolených jurisdikcích a pro osoby, které jsou oprávněny jej přijmout, aniž by porušily platné právní nebo regulační požadavky. Informace obsažené v tomto dokumentu jsou důvěrné a bez písemného souhlasu společnosti Amundi Ireland Limited („Amundi“) daného předem není dovoleno je kopírovat, reprodukovat, měnit či šířit jakékoliv třetí osobě nebo subjektu v kterékoliv zemi.

Fondy popsáné v tomto dokumentu nemusejí být k dispozici všem investorům a nemusejí být zapsány pro veřejnou distribuci u příslušných orgánů ve všech zemích.

Investice představuje riziko. Výsledky z minulosti nejsou zárukou ani známkou budoucích výsledků. Návratnost investice a hodnota jistiny investice do Fondu nebo jiného investičního produktu se může pohybovat nahoru i dolů a může vést až ke ztrátě původně vložené částky. Všichni investoři by se předtím, než učiní investiční rozhodnutí, měli obrátit na odborníka pro radu a zjistit, jaká jsou rizika spojená s investicí a zda je investice pro ně vhodná. Investoři jsou odpovědní za to, že si přečtou platnou právní dokumentaci, zejména platný prospekt každého Fondu. Úpisy Fondů se přijímají pouze na základě nejnovějšího prospektu a/nebo Klíčových informací pro investory („KIID“, dokument dostupný v místních jazycích ve státech EU, v nichž je fond registrován), které je spolu s poslední výroční zprávou a pololetní zprávou k dispozici zdarma v sídle společnosti Amundi Luxembourg S.A. či na adrese [www.amundi.lu](http://www.amundi.lu). V Itálii je tato dokumentace k dispozici na adrese [www.amundi.it](http://www.amundi.it). Informace o nákladech a poplatcích Fondů získáte z KIID.

Údaje o výsledcích nezohledňují poplatky a náklady na emisi a odkup podílových listů Fondu.

V členských státech EEA schvaluje společnost Amundi obsah tohoto dokumentu výhradně pro profesionální klienty (jak je definuje Směrnice EU 2004/39/ES) a dokument není distribuován veřejně. Amundi Ireland Limited je schválen a regulován Centrální bankou Irska. KBI Institutional ICAV je systémem

kolektivního investování založeným podle práva Irska. Société Générale, Dublin Branch 3rd Floor, IFSC House, IFS, Dublin 1, je zástupcem pro ty dílčí fondy Amundi Funds, Amundi Funds II, First Eagle, které jsou zapsány v Irsku.

Tento materiál se poskytuje profesionálním klientům, včetně finančních zprostředkovatelů, a není určen pro veřejnost ani pro veřejné šíření.

Tento materiál obsahuje informace o investičních službách poskytovaných společnostmi nebo podniky kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („Fondy“) ze skupiny Amundi, které jsou založeny podle práva Lucemburska a schváleny k distribuci veřejnosti orgánem Commission de Surveillance du Secteur Financier nebo podle práva Francie a schváleny orgánem Autorité des marchés financiers. Správcem fondů založených podle práva Lucemburska:

Amundi Funds, Amundi Funds II, Amundi SICAV II, Amundi Fund Solutions and First Eagle Amundi je Amundi Luxembourg S.A., 5, allée Scheffer, L-2520 Lucembursko;

CPR Invest je CPR Asset Management, 90 Boulevard Pasteur, 75015 Paříž, Francie;

KBI Institutional ICAV je KBI Global Investors Ltd., 2 Harbourmaster Place, International Financial Services Centre, Dublin 1, Irsko.

Správcem fondů založených podle práva Francie:

Amundi Rendement Plus, Amundi ABS and Amundi Impact Green Bond is Amundi Asset Management S.A.S., 90 Boulevard Pasteur, 75015 Paříž, Francie.

Tento materiál slouží pouze pro informační účely, není doporučením, finanční analýzou nebo poradenstvím a nepředstavuje výzvu, pobídku ani nabídku k nákupu či prodeji kteréhokoliv Fondu nebo služby zde popsáné v jakékoliv jurisdikci, v níž by taková nabídka, výzva nebo pobídka byla nezákonná.

Tento materiál nebyl předložen ke schválení regulačnímu orgánu a vydává se pouze v povolených jurisdikcích a pro osoby, které jsou oprávněny jej přijmout, aniž by porušily platné právní nebo regulační požadavky. Informace obsažené v tomto dokumentu jsou důvěrné a bez písemného souhlasu společnosti Amundi Ireland Limited („Amundi“) daného předem není dovoleno je kopírovat, reprodukovat, měnit či šířit jakékoliv třetí osobě nebo subjektu v kterékoliv zemi.

Fondy popsáné v tomto dokumentu nemusejí být k dispozici všem investorům a nemusejí být zapsány pro veřejnou distribuci u příslušných orgánů ve všech zemích.

Investice představuje riziko. Výsledky z minulosti nejsou zárukou ani známkou budoucích výsledků. Návratnost investice a hodnota jistiny investice do Fondu nebo jiného investičního produktu se může pohybovat nahoru i dolů a může vést až ke ztrátě původně vložené částky. Všichni investoři by se předtím, než učiní investiční rozhodnutí, měli obrátit na odborníka pro radu a zjistit, jaká jsou rizika spojená s investicí a zda je investice pro ně vhodná. Investoři jsou odpovědní za to, že si přečtou platnou právní dokumentaci, zejména platný prospekt každého Fondu. Úpisy Fondů se přijímají pouze na základě nejnovějšího prospektu a/nebo Klíčových informací pro investory („KIID“, dokument dostupný v místních jazycích ve státech EU, v nichž je fond registrován), které je spolu s poslední výroční zprávou a pololetní zprávou k dispozici zdarma v sídle společnosti Amundi Luxembourg S.A. či na adrese [www.amundi.lu](http://www.amundi.lu) nebo

# PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

Amundi Asset Management. V Itálii je tato dokumentace k dispozici na adrese [www.amundi.it](http://www.amundi.it). Informace o nákladech a poplatcích Fondů získáte z KIID.

Údaje o výsledcích nezohledňují poplatky a náklady na emisi a odkup podílových listů Fondu.

V členských státech EEA schvaluje společnost Amundi obsah tohoto dokumentu výhradně pro profesionální klienty (jak je definuje Směrnice EU 2004/39/ES) a dokument není distribuován veřejně. Amundi Ireland Limited je schválen a regulován Centrální bankou Irska. KBI Institutional ICAV je systémem kolektivního investování založeným podle práva Irska. Société Générale, Dublin Branch 3rd Floor, IFSC House, IFS, Dublin 1, je zástupcem pro ty dílčí fondy Amundi Funds, Amundi Funds II, First Eagle, které jsou zapsány v Irsku. Société Générale Securities Services je zástupcem pro Amundi ABS.

Ve Velké Británii schvaluje šíření tohoto dokumentu Amundi Asset Management (pobočka Londýn), 41 Lothbury, London, EC2R 7HF. Amundi Asset Management je společností pro správu portfolia pověřenou Autorité des Marchés Financiers ve Francii a londýnská pobočka podléhá omezené regulaci britským Úřadem pro finanční instituce. Další informace o tomto povolení jsou k dispozici na vyžádání. Amundi Funds SICAV, First Eagle Amundi SICAV, CPR Invest SICAV, KBI Institutional ICAV, Amundi Rendement Plus, Amundi ABS a Amundi SICAV II jsou uznanými systémy pro účely § 264 britského zákona o finančních službách a trzích z roku 2000 („FSMA“) a lze je propagovat a prodávat přímo veřejnosti ve Velké Británii za podmínky dodržení FSMA a příslušných sekundárních předpisů vydaných na jeho základě. Amundi Funds II a Amundi Impact Green Bond jsou neregulované systémy kolektivního investování, jak je definuje („FSMA“). Potenciální investoři ve Velké Británii by měli mít na paměti, že na investice do kteréhokoliv Fondu se nebude vztahovat ochrana poskytovaná britským regulačním systémem a že nebude poskytnuta náhrada v rámci britského Kompenzačního systému pro finanční služby. Tento dokument je určen pouze těm osobám ve Velké Británii, na které se vztahuje jedna nebo více z následujících výjimek z omezení daných § 238 FSMA:

Autorizované společnosti podle FSMA a někteří další profesionální investoři spadající pod článek 14 FSMA (Podpora systémů kolektivního investování) (Výjimky), nařízení z roku 2001, v platném znění („Nařízení CIS“), a členové jejich představenstva, vedoucí představitelé a zaměstnanci jednající za tyto subjekty v souvislosti s investicemi;

Subjekty s vysokou hodnotou spadající pod článek 22 Nařízení CIS, členové jejich představenstva, vedoucí představitelé a zaměstnanci jednající za tyto subjekty v souvislosti s investicemi;

Ostatní osoby, které byly v souladu s pravidly FCA před 1. listopadem 2007 klasifikovány jako zprostředkující zákazníci nebo tržní protistrany nebo které byly po uvedeném datu klasifikovány jako profesionální klienti nebo způsobilé protistrany.

Distribuci tohoto dokumentu kterékoli osobě ve Velké Británii, která nespadá do některé z výše uvedených kategorií, londýnská pobočka společnosti Amundi Asset Management nedovoluje a může být v rozporu s FSMA. Osoby ve Velké Británii, které nespadají do uvedených kategorií, by se na dokument neměly jakkoliv spoléhat či na jeho základě činit jakékoli kroky.

Ve Švýcarsku je tento dokument určen výhradně kvalifikovaným investorům (jak je definuje švýcarský zákon o systémech

kolektivního investování ze 23. června 2006, v platném znění) a není určen k distribuci veřejnosti.

Zástupcem a platebním zprostředkovatelem pro Fondy registrované pro distribuci ve Švýcarsku jsou pro fondy Amundi Funds II: BNP Paribas Securities Services, Pobočka Curych, Selnaustrasse 16, 8002 Curych, pro fondy Amundi Funds, Amundi ABS, Amundi Rendement Plus ad First Eagle Amundi: zástupce – CACEIS (Switzerland) SA a platební zprostředkovatel – CACEIS Bank, pobočka Nyon, oba se sídlem 35 Route de Signy, Case postale 2259, CH-1260 Nyon; pro fond KBI Institutional Fund ICAV: zástupce – ACOLIN Fund Services AG, Affolternstrasse 56, CH-8050, Curych, a platební zprostředkovatel – NPB Neue Privat Bank AG, Limmatquai 1, CH-8001, Curych. Kopie prospektu, klíčových informací pro investory, výročních a pololetních zpráv, manažerských nařízení a další informace jsou zdarma k dispozici na adresách zástupců uvedených výše.

Společnost Amundi Suisse SA má povolení distribuovat Fondy ve Švýcarsku. Společnosti Amundi Suisse SA je společností Amundi Luxembourg S.A. nebo jiným subjektem ze skupiny Amundi vyplácena náhrada na základě článku 34 al. 2bis OPCC (Ordonnance sur les placements collectifs de capitaux). Tato náhrada může být součástí poplatku za správu uvedeného v prospektu Fondu. Další informace jsou k dispozici na základě písemné žádosti adresované Amundi Suisse S.A., 6-8 rue de Candolle 1205 Genève Suisse.

Ve Francii je prospekt zdarma k dispozici u společnosti Amundi Asset Management, 90 boulevard Pasteur – 75015 Paříž – Francie – 437 574 452 RCS Paris France nebo od centrálního správce Fondů, jímž je v případě Amundi Funds SICAV, Amundi Rendement Plus, Amundi ABS, Amundi Impact Green Bond a CPR Invest SICAV společnost CACEIS Bank SA, 1-3 place Valhubert, 75013 Paříž a v případě Amundi Funds II a First Eagle Amundi SICAV společnost Société Générale, 29 Boulevard Haussmann, 75008 Paříž.

V Německu je možné o další informace o Fondu a prospekt zdarma požádat společnost Amundi Deutschland GmbH, Arnulfstr. 124-126 80636 Mnichov, SRN (Tel. +49.89.99.226.0).

V Rakousku je platebním zprostředkovatelem Fondů zaregistrovaných pro veřejnou distribuci následující společnosti: pro fondy Amundi Funds II a Amundi Fund Solutions: UniCredit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, A-1010 Vídeň, pro fondy Amundi Funds, Amundi ABS a Amundi Rendement Plus: Meindl Bank Aktiengesellschaft, Bauernmarkt 2, A-1010 Vídeň; pro First Eagle Amundi: Société Générale, pobočka Vídeň, Prinz Eugen Strasse 8 – 10/5/Top 11, A-1040 Vídeň; pro CPR Invest: Raiffeisen Bank International AG, Am Stadtpark 9, A-1030 Wien; a pro KBI Institutional ICAV: Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Vídeň.

Ve Španělsku Fondy představují zahraniční podniky kolektivního investování zapsané u CNMV, jímž byla přidělena následující čísla: Amundi Funds II (226); Amundi S.F (493); Amundi Fund Solutions (1333); Amundi Funds (61) First Eagle Amundi (111); CPR Invest (1564); a KBI Institutional ICAV (1248), Amundi ABS (1491), Impact Green Bond (1688), Amundi Rendement Plus (1378). Investice do Fondů či jejich dílčích fondů musí být provedena prostřednictvím zapsaného španělského distributora. Hlavním distributorem Fondů ve Španělsku je společnost Amundi Iberia SGIIC, SAU, zapsaná pod č. 31 v rejstříku CNMV SGIIC, se sídlem Pº de la Castellana 1,



# PRÁVNÍ UPOZORNĚNÍ

Madrid 28046. Seznam všech španělských distributorů lze získat u CNMV na adrese [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es). Podílové listy je možné nabývat pouze na základě nejnovějšího prospektu, klíčových informací pro investory a další platné dokumentace, kterou je možné získat u CNMV.

V Čile a Peru je tento dokument schválen pro použití Administradora de Fondos de Pensiones/Administrátory penzijních fondů a dalšími institucionálními investory.

V Mexiku je dokument schválen pro použití institucionálními investory. Není dovoleno jej šířit třetím stranám nebo veřejnosti.

V Singapuru se tento dokument poskytuje výhradně pro použití distributory a finančními poradci a není dovoleno jej distribuovat retailovým zákazníkům. Distribuci provádí společnost Amundi Singapore Ltd, 80 Raffles Place, UOB Plaza 1, #23-01, Singapore 048624. Tento dokument obsahuje informace o některých dílčích fondech fondů Amundi a First Eagle Amundi SICAV, které mohou být v Singapuru registrovány jako uznané systémy podle singapurského zákona o cenných papírech a futures (kap. 289) e („SFA“), nebo ohlašovány jako omezené systémy na základě šesté přílohy k nařízení o cenných papírech a futures (Investiční nabídky) (Systémy kolektivního investování) z roku 2005, zatímco některé dílčí fondy Amundi Funds II představují omezené systémy. U dílčích fondů nebo příslušných tříd akcií/podílových listů, které jsou v Singapuru nahlášeny jako omezené systémy, nejsou tyto dílčí fondy anebo příslušné třídy akcií/podílových listů schváleny ani uznávány Měnovým úřadem Singapuru („MAS“) a není dovoleno je nabízet retailovým zákazníkům v Singapuru. Tento dokument a materiály v něm obsažené proto není dovoleno šířit nebo distribuovat a příslušné akcie/podílové listy není dovoleno nabízet či prodávat či je zahrnout jako předmět do jakékoliv výzvy k úpisu nebo koupi, ať přímo nebo nepřímo, osobám v Singapuru s výjimkou (i) institucionálních investorů na základě § 304 SFA, (ii) příslušným osobám podle § 305 odst. 1 nebo osobám uvedeným v § 305 odst. 2 nebo v souladu s podmínkami uvedenými v § 305 SFA ani (iii) jiným způsobem v souladu s podmínkami kteréhokoliv jiného relevantního ustanovení SFA. V ostatních jurisdikcích v Asii jsou určeny pouze pro použití licencovanými prostředníky a není dovoleno je šířit veřejně.

Tyto informace nejsou určeny k distribuci a nepředstavují nabídku prodeje nebo výzvu k předložení nabídky na koupi jakýchkoliv cenných papírů nebo služeb ve Spojených státech amerických nebo na kterémkoliv území nebo državě podléhající jejich jurisdikci ani americkým osobám (jak je definují prospekty Fondů). Fondy nejsou zaregistrovány ve Spojených státech amerických podle zákona o investičních společnostech z roku 1940 a podílové listy Fondů nejsou zaregistrovány ve Spojených státech amerických podle zákona o cenných papírech z roku 1933.

Tento dokument není určen osobám mimo uvedené kategorie ve výše uvedených jurisdikcích a tyto osoby se na něj nesmějí nijak spoléhat.

V jurisdikcích mimo jurisdikce uvedené výše je tento dokument určen výhradně pro použití profesionálními klienty a zprostředkovateli, jimž je určen. Není dovoleno jej šířit veřejně či třetím stranám a použití informací osobami, které v něm nejsou uvedené jako adresáti, není dovoleno.

Tento materiál vychází ze zdrojů, které Amundi považuje v době zveřejnění za spolehlivé. Údaje, stanoviska a analýzy se mohou bez upozornění měnit. Amundi nepřijímá žádnou odpovědnost,

přímo ani nepřímo, která může vzniknout v důsledku použití informací obsažených v tomto materiálu. Společnost Amundi nelze činit odpovědnou za jakékoliv rozhodnutí nebo investici provedenou na základě informací obsažených v tomto materiálu.

© 2018 Morningstar. Všechna práva vyhrazena. Informace, údaje, analýzy a stanoviska („Informace“) zde obsažené: (1) zahrnují chráněné informace společnosti Morningstar; (2) není dovoleno kopírovat ani dále distribuovat; (3) nepředstavují investiční poradenství; (4) poskytují se pouze pro informační účely; (5) není zaručena jejich úplnost, přesnost ani včasnost; a (6) mohou pocházet z údajů fondů publikovaných k různým datům. Společnost Morningstar nenese odpovědnost za jakékoliv rozhodnutí o obchodování, za škodu či jinou ztrátu související s Informacemi nebo jejich použitím. Než kterékoliv z Informací použijete, ověřte si je, a nečítejte jakékoliv investiční rozhodnutí bez porady s odborným finančním poradcem. Výsledky z minulosti nejsou zárukou budoucích výsledků. Hodnota a příjmy z investic mohou kolísat.

Společnost Lipper neodpovídá za přesnost, spolehlivost nebo úplnost informací, které dostanete. Dále společnost neodpovídá za jakoukoliv ztrátu nebo škodu, která je důsledkem informací získaných od společnosti Lipper nebo osob s ní spřízněných. © Thomson Reuters 2018. Všechna práva vyhrazena.

Fondy ani cenné papíry, o nichž se v tomto dokumentu hovoří, nejsou sponzorovány, podporovány ani propagovány ze strany MSCI a MSCI nenese žádnou odpovědnost ve vztahu ke kterémukoliv z těchto Fondů, cenných papírů ani indexů, na nichž jsou Fondy nebo cenné papíry založeny. Nabídkové dokumenty Fondů obsahují podrobnější popis omezeného vztahu MSCI ke společnosti Amundi a jednotlivým Fondům.

Datum zveřejnění: 15. ledna 2019.





# FIRST EAGLE

## INVESTMENT MANAGEMENT

Tento dokument byl vypracován v prosinci roku 2018 a všechny údaje v něm jsou aktuální právě k prosinci 2018.

Dokument vydávají společnosti First Eagle Investment Management, LLC, a First Eagle Investment Management, LTD. Společnost First Eagle Investment Management, LTD, podléhá autorizaci a regulaci britského Úřadu pro finanční instituce.

Stanoviska zde uvedená se mohou měnit v závislosti na vývoji trhu a dalších podmínkách. Tyto materiály slouží výhradně pro informační účely. Stanoviska zde uvedená nemají sloužit jako prognózy budoucích událostí, záruka budoucích výsledků či investiční rady. Veškeré statistiky obsažené v tomto dokumentu byly získány ze zdrojů považovaných za spolehlivé, avšak přesnost těchto informací nelze zaručit. Názory zde vyjádřené se mohou kdykoliv po datu vydání tohoto dokumentu změnit. Uvedené informace nelze vykládat jako doporučení ani nabídku ke koupi nebo prodeji či jako žádost o nabídku koupě nebo prodeje jakéhokoliv cenného papíru.

**AKCIE • INVESTICE GENERUJÍCÍ PEVNÝ PŘÍJEM • KOMBINACE AKTIV • SOUKROMÉ ÚVĚRY**