

First Eagle Amundi International Fund

One
to
One

Rozhovor s Mattem McLennanem a Kimballem Brookerem, portfolio manažery fondu First Eagle Amundi International Fund, o současném investičním prostředí, chování fondu v posledních letech i aktuálním složení portfolia.

■ Matte, Kimballe, po několika letech stálého vzestupu akciových trhů a klesající volatility byly druhá polovina roku 2015 a začátek roku 2016 značně nejisté. Mnoho klientů se proto začíná obávat, co přijde. Jak byste analyzovali stávající situaci?

MM: Globální akciové index poklesly o 15 % v porovnání s nejvyššími hodnotami dosaženými v druhém čtvrtletí roku 2015. Index MSCI World poklesl od počátku roku zhruba o 10 %. Abychom byli upřímní, jako investoři – dlouhodobí investoři, kteří nakupují podniky – při pohledu na tuto korekci cítíme záchvěv nadšení.

Takové pocity jsme už v First Eagle dlouho neměli. Vlastně už nějakou dobu hovoříme o tom, že sice vidíme nerovnováhu ve finanční architektuře, pokud jde o rekordní zadlužení k HDP a pokud jde o rostoucí geopolitická rizika, avšak nevidíme, že by riziková aktiva tato rizika vnímala.

Už nějakou dobu rovněž mluvíme o rizicích, která vidíme v souvislosti s Čínou. Čína se stala největším světovým zdrojem marginálního podílu na kapitálových investicích a nejvíce přispívá k růstu zadlužení ve světě. To, co se stalo v Číně, tedy zjevně ovlivnilo globální cenu rizika. Tyto obavy se do jisté míry začaly projevovat na trzích. A to nám přináší příležitosti, jaké jsme již dlouho neměli.

■ Takže tohle období nervozity využíváte k nákupům?

KB: Akciové indexy začaly sice podstatně klesat v druhé půli roku 2015, ale korekce skutečně začala již v létě roku 2014, jen do nedávna nebyla tolik vidět. Sektor komodit, sektor energetiky a některé části průmyslového sektoru byly v posledních 18 měsících pod velkým tlakem. Index MSCI World byl v období léto 2014 až léto 2015 víceméně stabilní, mnohé firmy z těchto tří sektorů již vstoupily na medvědí trh. Díky tomu již od léta 2014 nacházíme stále více zajímavých investičních příležitostí, zejména v sektoru energetiky a mezi průmyslovými podniky z oboru energetiky. Tento trend se odráží v naší expozici v oblasti hotovosti a hotovostních ekvivalentů. Vyvrcholil v létě roku 2014, kdy dosáhl téměř 28 %; od té doby setrvale klesal na dnešních zhruba 14 %.

■ Znamená to, že aktivně nakupujete akcie, že máte více „býčí“ náladu než před 18 měsíci?

KB: Ono nejde o to, zda jsme spíše býky, či spíše medvědy: je to otázka ceny. First Eagle ví, že naše křišťálová koule je přinejlepším hodně zamlžená. Nejde nám o spekulace na to, zda trhy půjdou v krátkodobém horizontu nahoru, nebo dolů; to jednoduše nevíme. Jde nám o to, abychom využili krátkodobých pohybů na trhu buď k odprodeji stávajících pozic, pokud začnou být populární a jsou správně ohodnoceny, anebo k nákupu akcií, které nejsou v důsledku krátkodobých problémů zrovna populární, což nám umožní zakoupit je se značnou slevou v porovnání s jejich dlouhodobou reálnou hodnotou. V tomto smyslu jde o býčí chování, neboť stoupající volatilita je pro nás dobrou zprávou. Volatilita je náš kamarád. Pro dlouhodobé investory jde o významný zdroj investičních příležitostí.

MM: Náš pohled na svět se vlastně moc nezměnil. Jsme přesvědčeni, že se svět potýká a stále potýká s významnými strukturálními výzvami a že přetrvávají některé zásadní makroekonomické nerovnováhy. Ty představují v krátko- až střednědobém horizontu významný protivítr pro globální růst, protože narovnání těchto nerovnováh a vyrovnání se se strukturálními změnami chce čas. Skutečný rozdíl pramení z toho, že trhy nyní začaly některá z těchto rizik zohledňovat v cenách. Rostoucí vnímání rizika je vlastně zdravé, protože umožňuje mírný všeobecný pokles cen na trhu a ty proto vypadají realističtější než v roce 2013 a 2014.

■ Zpomalování růstu v Číně není žádnou novinkou, tak proč dochází ke korekci až nyní?

MM: Jak řekl Benjamin Graham, otec hodnotových investic, trhy jsou z krátkodobého pohledu jako hlasovací stroj, jsou poháněny spíše lidskou psychologií než ekonomickými fundamenty. Fundamenty však ovlivňují trhy v dlouhodobém horizontu, kdy se trh stává spíše váhou. V letech 2012 a 2014 byly trhy hnány vzhůru iluzí stability vytvářenou nevidaně vstřícnou monetární politikou. Vnímání rizika značně pokleslo. Kvantitativní uvolňování (QE) a politika nulových úrokových sazeb jsou peněžní nástroje, a to velmi mocné nástroje, ale nemají vůbec žádný vliv na strukturální problémy, s nimiž se svět potýká. Je to, jako byste se snažili vyléčit nemoc léky proti bolesti. Mohou být sebesilnější, ale pomohou vám jen na určitou dobu zapomenout na to, že jste nemocní. A protože vás léky tlumící bolest nevyléčí, uvědomíte si, že jste nemocní, jakmile odezní jejich účinky. Něco podobného se děje na finančních trzích. Kvantitativním uvolňováním se dosáhlo toho, že riziková aktiva jsou dražší, ale nikoliv hodnotnější. A naopak, aktiva využívaná v období nejistoty, jako je volatilita a zlato, jsou pod tlakem. Může to být dílem náhody, že se trhy začaly zplošťovat právě v době, kdy v září 2014 skončilo kvantitativní uvolňování, a korigovat zhruba v době, kdy americký FED poprvé po deseti letech zvedl úrokové sazby. Ale možná to náhoda není ...

Riziková aktiva jsou díky QE dražší, ale nikoliv hodnotnější

KB: Když se podíváte na historii fondu First Eagle Amundi International Fund a na jeho podkladovou strategii globální hodnoty, uvidíte, že toto chování trhu není vůbec nové. Od doby, kdy Jean-Marie Eveillard v roce 1979 představil naši investiční filozofii, jsme byli nejméně čtyřikrát svědky toho, že trhy byly na určitou dobu iracionálně nadhodnocené. V 80. letech došlo k japonské bublině, na konci 90. let se objevila bublina nazývaná Tech-Media-Telecom (TMT), v polovině prvního desetiletí 21. století to byla úvěrová bublina v USA a v posledních letech něco, co bychom mohli nazvat bublinou kvantitativního uvolňování. V těchto obdobích iracionálního optimismu dochází k nadhodnocování určitých částí trhu, což vede k efektu zužování trhu, kdy indexy rostou díky několika málo populárním akciovým titulům. V posledním roce jsme byli svědky takového zužování. Ale bubliny vždycky nakonec splasknou, protože hodnota a cena nemohou být dlouhodobě úplně jinde.

MM: Není sice možné odhadnout, kdy se bublina objeví a kde, ani kdy a proč splaskne, ale existují určité stále se opakující vzorce, které mohou našim klientům pomoci pohlížet na stávající prostředí na trhu s o něco menšími obavami. Zaprvé nesmíme zapomenout, že trhy rostou a klesají, ale skutečně dlouhodobý růst kapitálu je věcí složených výnosů, nikoliv správného načasování na trhu. Dlouhodobě můžete generovat velmi atraktivní výnosy tím, že se nenecháte strhnout davem k přílišnému optimismu či přílišnému pesimismu, ale budete dlouhodobě držet kvalitní podniky zakoupené za atraktivní cenu. Jedinou skutečnou otázkou je dostatek trpělivosti, disciplíny a temperamentu. Není úplně snadné odolat koupi něčeho, co je nejoblíbenějším trendem trhu a co se zdá, že v krátkodobém horizontu nejvíce roste. A naopak není jednoduché nakupovat, když všichni ostatní prodávají...

First Eagle má ten luxus, že čas je na jeho straně. To je historicky náš „konkurenční výhodou“. Přistoupili jsme na to, že v době japonské bubliny nebudeme mít několik let po sobě stejné výsledky jako index MSCI World a jednoduše jsme nevladli žádné drahé japonské akcie. A podobně jsme se rozhodli nemít stejné výsledky jako uvedený index během bubliny zvané TMT, protože jsme se rozhodli nevladit akcie dotcomových firem. Když tyhle bubliny splaskly, náš fond měl mnohem lepší výsledky než index, protože neměl expozice v dříve nadhodnocených akciích, které indexy srážely k zemi. V posledních letech jsme se zase rozhodli nejit s davem a nenechat se ovlivnit všeobecným optimismem souvisejícím s kvantitativním uvolňováním. Místo toho jsme se pečlivě drželi své konzervativní nákupní disciplíny. Toto období jsme využili k zeštíhlení a k prodeji několika stávajících akciových pozic. Díky tomu aktiva spravovaná naším fondem dosáhla v létě roku 2014 historického maxima. Skutečnost, že jsme drželi zhruba 10% expozici v oblasti cenných papírů podložených zlatem, nám umožnila v posledních několika letech zvyšovat majetek i přesto, že ceny byly pod tlakem; v podstatě jsme nahradili to, co jsme prodali v letech 2010 a 2011, kdy zlato bylo velmi populární. Naše pozice v hotovosti a ve zlatě jsou důvodem, proč výnosy fondu First Eagle Amundi International Fund v posledních letech nedosahovaly hodnot indexu MSCI World. Nyní, když znovu roste vnímání rizika, jsou hotovost a zlato pro relativní výnos přínosem. Nyní jsme v situaci, kdy nashromážděnou hotovost můžeme využít k některým selektivním investicím do firem, o nichž jsme přesvědčeni, že jsou kvalitní a že se obchodují za atraktivní cenu vzhledem ke své hodnotě.

Trhy rostou a zase klesají; skutečně dlouhodobý růst kapitálu je však věcí složených výnosů, nikoliv správného načasování na trhu

■ Už delší dobou hovoříte o tom, že vaše investiční rozhodnutí se zakládají především na odolnosti. Můžete prosím tento koncept blíže vysvětlit?

KB: I když jsme investorem fungujícím odspoda nahoru, který nakupuje firmy po jedné, víme, co se děje ve světě kolem nás. Pojítkem mezi naším pohledem na současné investiční prostředí a ceny našich akcí je naše globální úsilí dosáhnout odolnosti. Žijeme ve světě, který zažívá velmi zásadní strukturální změny. Některé z nich jsou vedlejšími účinky globalizace, stále vyšší automatizace výrobních závodů a dopadu nových technologií na to, jak vyrábíme a spotřebováváme zboží a služby. Zároveň je to svět, v němž je příliš mnoho dluhu. Kombinovaný účinek těchto změn je deflační silou, s níž centrální banky bojují prostřednictvím nekonvenční inflační monetární politiky. Historie nám ukázala, že vlády vždy dávají přednost inflaci před deflací. Nemělo by nás tedy překvapit, pokud současný nízký růst, nízká inflace a vstřícné monetární prostředí budou trvat delší dobu. Čas je vlastně hlavní proměnnou této rovnice. Strukturální strnulost trhu práce a politických systémů se bude měnit jen pomalu, než zohlední efekty deflačních změn ve světové ekonomice. Myslíme, že půjde o hodně dlouhou dobu. Vzhledem k tomu, že strukturální strnulost stávajících systému je zdrojem makroekonomického rizika deflace, recese a možná v dlouhodobém horizontu i inflace, možná právě opak strnulosti, odolnost, může být implicitním zdrojem ochrany proti těmto makroekonomickým rizikům. Proto hledáme odolné firmy, o nichž jsme přesvědčeni, že jsou schopny obstát i v komplikovanějším globálním makroekonomickém prostředí.

MM: Když mluvíme o automatizaci výrobních podniků, musíme si připomenout nedávné prohlášení jednoho z našich předních poradců, Bruce Greenwalda, že výroba skomírá. Bruce se jednoduše snažil poukázat na to, že spolu s automatizací výrobních podniků klesá potřeba lidské práce ve výrobě. Já bych to přirovnal s dobou před nějakými sto lety, kdy mnoho lidí pracovalo tou či onou formou v zemědělství. Dneska jde o jednotky procent ekonomiky, ale my si stále jíme velmi dobře. Možná až příliš dobře. Pracovní místa se počátkem minulého století přesunula ze sektoru zemědělství do výrobního sektoru. A během poslední generace došlo k masivnímu přesunu pracovních sil do sektoru služeb.

Automatizace výrobních podniků je pro náš fond velmi cenným zdrojem nápadů. Pokud se podíváte na naše portfolia, zjistíte, že z tohoto trendu těžíme díky podílům na předních firmách v této oblasti, jako jsou Fanuc v oblasti robotiky či SMC v oblasti pneumatiky. Jde o firmy se strukturální konkurenční výhodou, která tkví v jejich silném know-how, které je velmi obtížné okopírovat nebo nahradit. Mají určitou implicitní ochranu proti makroekonomickým rizikům, o níž hovořil Kimball.

Podíváme-li se dopředu o jednu generaci, jsem přesvědčen, že k výrobě toho, co se vyrábí nyní, bude zapotřebí mnohem méně lidí. Tím by se měly uvolnit zdroje pro další produktivní podniky. Nebude to ale nezbytně snadná cesta, zejména pro ty ekonomiky, které svou hospodářskou sílu opírají o výrobu.

■ Většina servisních podniků je místní. Znamená to, že by měly být schopny růst a přinášet atraktivní zisky? Jde o oblast, v níž nalézáte investiční příležitosti?

KB: Pozorujeme, že dochází k přesunu pracovních sil z výroby do služeb. Když se mluví o službách, lidé si většinou představují vzdělávání, public relations, péči o děti, organizaci soukromých akcí, restaurace, místní IT služby a podobně. Ale to není nezbytně typ podniků, které generují atraktivní výnosy, protože jsou konkurenceschopné. Když my hovoříme o servisních firmách schopných generovat atraktivní návratnost kapitálu, velmi se soustředíme na ty, které využívají místní úspory z rozsahu. Tyto podniky jsou o třídu větší než jejich nejbližší konkurenti, což znesnadňuje novým firmám vstup na trh. Zaměřujeme se rovněž na servisní podniky, které těží do značné míry z toho, že si zákazníci nemohou vybrat jiného dodavatele, a ze schopnosti udržet si zákazníky, protože tím pro každého, kdo by chtěl nově na daný trh vstoupit, vzrůstají náklady.

Máme rozsáhlou škálu investic v zámoří i v USA v oblastech jako jsou telekomunikace. Jde například o KDDI, velkého poskytovatele mobilního a širokopásmového připojení v Japonsku, nebo Secom, také v Japonsku, který dominuje v oblasti služeb poskytování bezpečnostních služeb a alarmů pro firmy i domácnosti. V USA vlastníme Comcast, společnost, která dominuje v oblasti poskytování širokopásmového připojení na trzích, na nichž působí. Vlastníme i některé z velkých technologických firem, jako jsou Oracle nebo Microsoft; ačkoliv jde o firmy globální povahy, jejich dominance je lokální a vychází z hustoty prodejních sil a zákaznické standardizace.

Cílem First Eagle vždy bylo mít portfolio pro každé počasí schopné obstát i v těžkých dobách

I ve světě, který bychom tradičně nazvali světem průmyslových podniků a výroby, jde o dominanci na lokálním trhu. Představte si firmy jako jsou Deere, v oblasti kombajnů v zemědělském sektoru, nebo Flowserve v oblasti pump, ventilů a těsnění. I když je člověk běžně nepovažuje za servisní firmy, většina z nich má rozsáhlý poprodejní business, který vyžaduje hustou síť distributorů a prodejců schopných poskytovat poprodejní servis. Právě ten je tou proměnnou, která jim umožňuje dosahovat atraktivní návratnosti kapitálu.

■ Vaše nejnovější pozice zahrnují dva Physical Gold ETC. Proč držíte cenné papíry vázané na zlato, když věříte na scénář chronické deflace?

MM: Nejsme schopni předvídat, zda nastane chronická deflace, nebo inflace. I v tomto ohledu je naše křišťálová koule přinejlepším zamířená. Jsme přesvědčeni o tom, že objem dluhu ve světě je příliš vysoký. Podíváme-li se na celkový objem dluhu – dluh domácností plus dluh korporací plus státní dluh – a porovnáme-li ho s HDP, je ještě vyšší než v roce 2007. A to je protivítr pro inflaci. Zajistit příliv nových peněz prostřednictvím nového dluhu bude náročnější.

Poukazujete na to, že naše nejnovější pozice jsou ve zlatých ETC, ale to možná není nejlepší způsob, jak na to nahlížet. Skutečnost je taková, že naše největší expozice je v oblasti podílů ve firmách. Podíváte-li se na naše portfolio, zjistíte, že více než 75 % je nějakým způsobem investováno do podílů v podnicích. A to znamená, že jsme značně vystaveni systémovému riziku.

KB: Cílem First Eagle vždy bylo mít portfolio pro každé počasí, které bude schopné obstát i v těžkých dobách. Pokud je ve světě příliš mnoho dluhu, pak platí, že nastanou období krize. Chceme mít v portfolio potenciální zajištění. Zlato považujeme za nejlepší potenciální zajištění, které existuje. V neprospěch zlata se vždy argumentovalo tím, že nenese úroky, ale to dnes nenesou ani státní dluhopisy, pokud se rozhlédneme kolem sebe. Bonita státních dluhopisů poklesla. Zlato se ve světě deflace stává vhodnější alternativou k penězům, protože kvalita peněz vytvářených lidmi klesá v důsledku fiskálních deficitů a finanční represe.

Datum rozhovoru: 25/01/2016

Amundi Asset Management, je akciová společnost („société anonyme“) s akciovým kapitálem ve výši 596 262 615 € - Portfolio manager regulovaný AMF pod číslem GP04100036 - Sídlo: 90 boulevard Pasteur - 75015 Paříž - Francie - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Design: Oddělení komunikace Amundi - 02/2015.