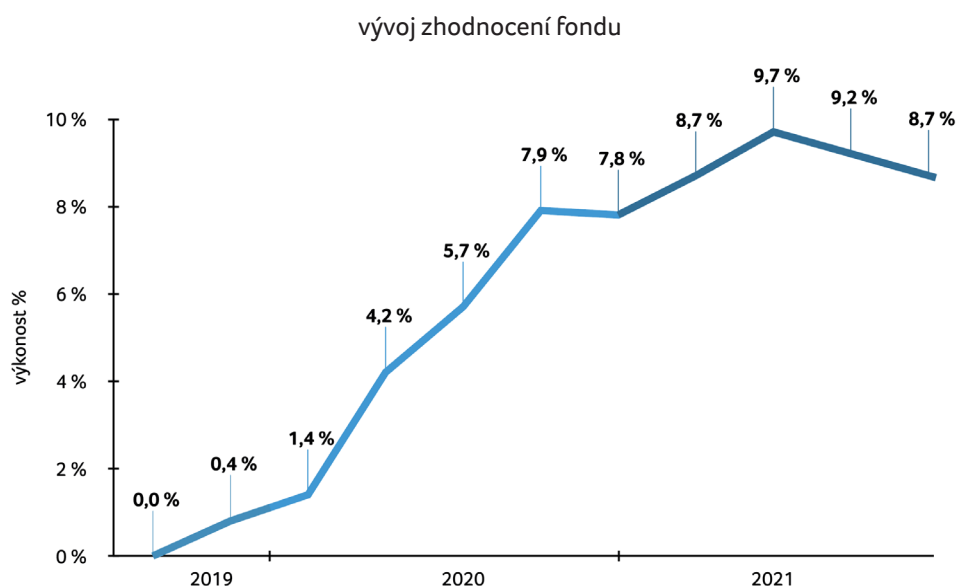


Podfond vykazuje od svého založení 31. srpna 2019 do 31. května 2021 (za 21 měsíců) celkové zhodnocení pro investory 8,65 %. V květnu podfond poklesl o 0,54 % z důvodu posilující české koruny. V nominálním vyjádření (tj. bez efektu měnových kurzů) naše investice vzrostly o 0,77 %.

Fond k 31. 5. 2021 drží aktiva v hodnotě 186,8 mil. CZK a nečerpá žádné úvěry.

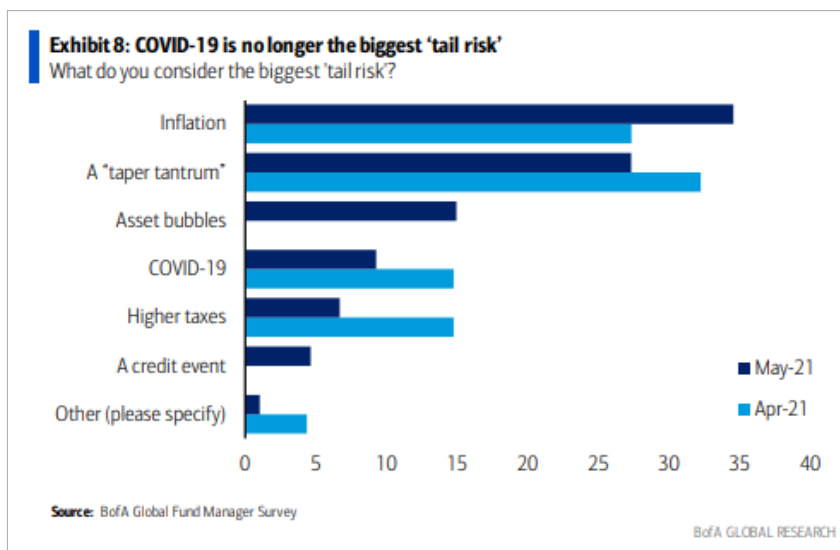
Měnová struktura portfolia je: 49,4 % v CZK, 40,5 % v EUR a 10,1 % v USD.



### Měsíční zpráva vedení fondu:

Nezajištěné měnové rozložení bylo hlavní příčinou výsledku v posledních dvou měsících. Koruna silně posilovala jak k euru, tak zejména dolaru. Velmi intenzivně jsme se proto zamýšleli nad budoucím měnovým vývojem a položili si otázku zda vynaložit náklady na měnové zajištění. Dospěli jsme k závěru, že v delším horizontu se nám vyplatí kurzové riziko podstupovat i nadále a rozšířit měnovou diverzifikaci podfondu i do britské libry. Vedou nás k tomu důvody očekávání nového narativu investičního světa. COVID

je z myslí investorů již skoro pryč a odeznívá i obava z rizika, že centrální banky neodhadnou správné načasování změny diskurzu své monetární politiky. V současnosti jsme svědky zejména obav z inflace (viz graf 1z průzkumu Bank of America). Nám se jeví riziko budoucí inflace již dostatečně reflektované v cenách aktiv. Nový příběh, kterého se z našeho pohledu nejspíše chytí investoři v příštích měsících je „globální předlužení“.

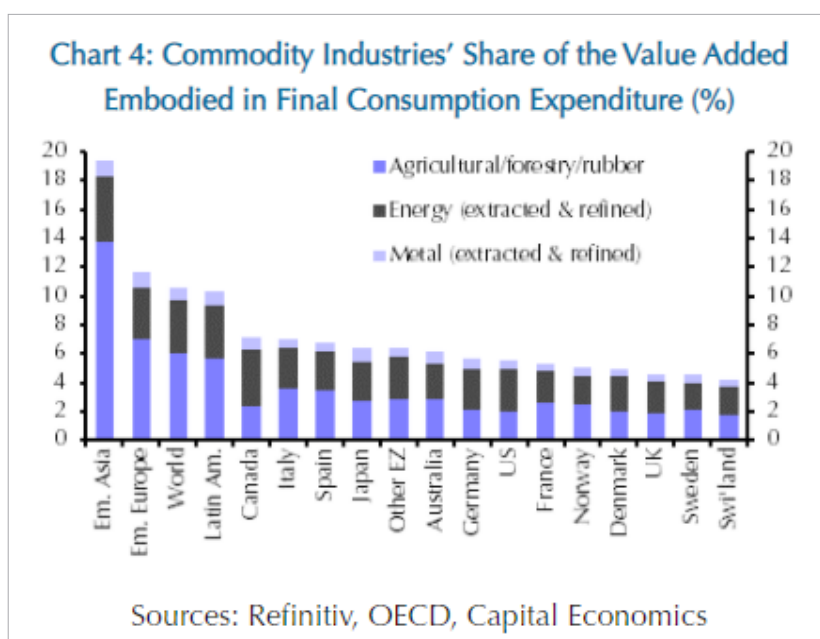


graf 1 – průzkum Bank of America

Ohledně inflace se ztotožňujeme s očekáváním „dočasnosti“, které převažuje jak na trhu, tak u vedení centrálních bank. Letošní čísla inflace vypadají sice děsivě, ale jde zejména o efekt nízké základny z minulého roku, kdy např. cena ropy přesně před rokem měla záporné znaménko (za každý barel ropy prodávající ještě doplácet) a dnes je barel přes 70 dolarů (platí kupující). Rapidní růst cen komodit a vstupů do výroby z posledních měsíců je zejména z důvodu post-koronavirového přetrhání dodavatelsko - odběratelských vazeb a v momentě, kdy se výrobní kapacity optimalizují, bude trend na cenách vstupů stabilizovaný (vysoké ceny rychle přivedou dodatečnou kapacitu). Stejně tak cena ropy je nejvýše od břidlicové revoluce z roku 2014. Nedovedeme si příliš dobře představit, že by za současných globálních produkčních kapacit a posouvající se vztah k Íránu měla krátkodobě cena ropy další prostor k růstu aby tím tlačila na oslabování dolaru. Nicméně, i za předpokladu že by růst

cen komodit dále pokračoval, největší váhu mají tyto vstupy na ekonomiky východní Evropy a rozvíjejících se zemí v Asii. Západní svět s ekonomikou postavenou na službách tento efekt pocítí nejméně (viz graf 2). Problém těžko kontrolované inflace by tedy postihl zejména EM měny, za kterou je v investičním světě dlouhodobě považována i česká koruna. Pokud tedy nastane opravdový úprk investorů z důvodu inflace, bude pryč z koruny do bezpečného přístavu eura, dolaru a libry.

Naši hypotézu rovněž podporuje aktuální průzkum společnosti McKinsey (viz graf 3) mezi řediteli firem ve vyspělých a v rozvojových ekonomikách (EM). Zatímco manažeři z EM zemí řeší více obavy z nezaměstnanosti, inflace a slabé spotřebitelské poptávky v jejich zemích, tak na vyspělých trzích začíná být tématem výše státního dluhu. Trh žije v předpokladu, že centrální banky v případě inflace přitáhnou kohoutky likvidity a začnou navyšovat úrokové sazby. Z našeho pohledu

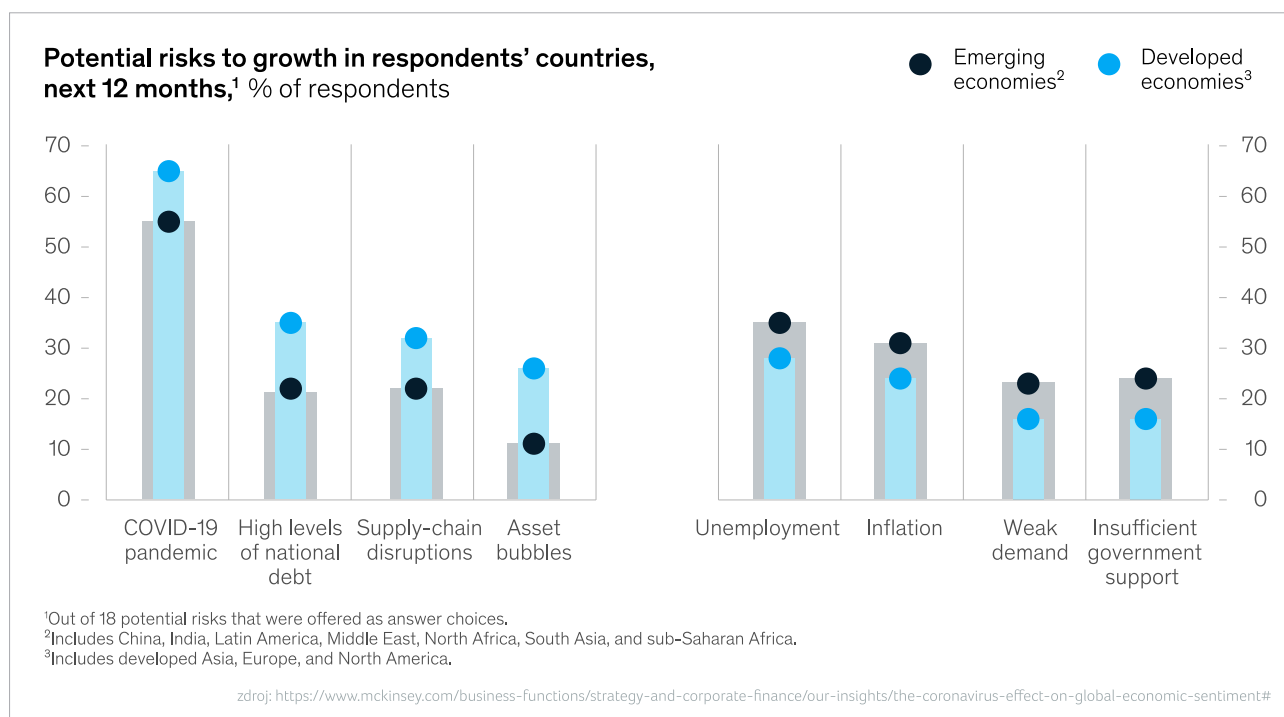


graf 2 – Commodity Industries' Share of the Value Added Embodied in Final Consumption Expenditure (%)

je vztah inflace a reakční funkce centrální banky trochu jiný než v minulosti vlivem velkého zadlužení vyspělých zemí. Stejně jako si byl FED donucen nedávno přiznat, že vztah mezi inflací a nezaměstnaností (tzv. Phillipsova křivka) prakticky neexistuje v dnešní době, tak vztah měnové politiky k inflaci bude v současné době nečekaně determinovaný právě státními dluhy. aktem je, že dluh vlády USA je na 110 % HDP, podobně je na tom Velká Británie (100 %), Francie (117 %), Španělsko (120 %), Itálie (160 %), atd. Česká republika letos bude mít schodek 9,5 % HDP a srovnání příjmů a výdajů státu je zatím v nedohlednu. Návrh státního rozpočtu ČR pro 2022 počítá znovu s deficitem okolo 400 mld. CZK i přes to, že podpůrné protikoronavirové programy již byly ukončeny. Za této situace centrální banky nemohou začít vládám „podřezávat dluhovou větev“ zvyšováním nákladů na obsluhu neudržitelného dluhu. Naopak, pro dlužníky pracuje vyšší inflace, tudíž kombinace stabilní, přestřelující inflace a masivního kvantitativního

reagovat příliš nebudou. Inovace působí (až na výjimky např. elektromobilů) deflačně a současný základ růstu inflace nemá povahu strukturálně dlouhodobějšího charakteru.

Problém s dluhem nevnímáme pouze na úrovni vlád. COVID měl zcela zásadní dopad na velké množství firem, jejichž byznys modely jsou k lockdownům náchylné. Tyto firmy byly nuceny se dramaticky zadlužit. Celkový dluh amerických firem se od Finanční krize 2009 ztrojnásobil. Společnosti jako Boeing či Carnival zvýšily svůj dluh téměř 1,3x za pouhý rok. I přes to, že firmy jsou odpovědné za jeden z nejdramatičtějších skoků poptávky po financování, extrémní intervence centrálních bank z posledního roku stlačila prémii za riziko junk dluhopisů na historická minima. Pro představu, kreditní přírážka (viz graf 4) u nejrizikovější skupiny firemních dluhopisů je nyní okolo 3,2 % p.a. a reálný výnos desetiletých amerických



graf 3 – Executives' views on potential risks to growth vary across emerging and development economies

uvolňování je ideální prostředí (a nejspíše i jediná cesta) pro snížení globálního zadlužení.

Víme, že téma dluhové krize už se v jižních zemích EU v minulé dekádě dlouhosáhle řešilo a bylo nastartováno zcela nesouvisejícím šokem (*bankovní krizí v USA*). Teď je situace mnohem závažnější i v dalších světových velmocích. Z našeho pohledu, byť se to může zdát absurdní, bude od prvních signálů „risk-off“ sentimentu úprk do světových měn, byť jejich vlády jsou klíčovým zdrojem problému. Tento paradox již známe z minulosti. Když ratingová agentura S&P zhoršila rating americké vládě z AAA na AA+, investoři masivně začali nakupovat americké státní dluhopisy přestože logika by měla být úplně opačným směrem. I z tohoto hlediska se domníváme, že centrální banky na inflaci reálně

státních dluhopisů je -3,7 %. Celkový reálný výnos za podstupované riziko investora je -0,5 % ročně! Velké americké firmy, které nemají příjmy a pouze miliardové výdaje s udržení základní životaschopnosti si nikdy nepůjčovaly levněji (viz graf 4). Je to nová norma? Z našeho pohledu spíše neudržitelný trend, který začne být palčivým problémem v momentě utahování kohoutků likvidity.

Nyní však je trh stále v narkóze naordinované centrálními bankami. Ačkoliv to je překvapující, pětice klíčových centrálních bank v dubnu natskla více peněz než uprostřed covidové paniky přesně před rokem (viz graf 5). Před rokem 2020 se v rámci 1 měsíce nikdy nedostala do oběhu ani pětina tohoto objemu



graf 4

peněz. A jelikož centrální banky ani nezpomalují tisk nových peněz, jakékoliv myšlenky na zvedání sazeb jsou neskutečně daleko. Konec roku 2018 nám navíc ukázal jak moc je přebytek likvidity návykový pro finanční sektor. Tehdy si FED dovolil „na autopilota“ začít jemně utahovat kohoutky likvidity a náhle se začaly dít paranormální jevy na jednodenním (overnight) mezibankovním trhu. Studie BIS následně ukázala, že tento jev zapříčinila enormní páka risk-parity dluhopisových obchodníků v kombinaci s velmi omezenou zásobou primárních tvůrců/dealerů trhu. Křehkost finančního systému se při utahování likvidity může lehce projevit znovu a z místa, které podobně jako ve 2018 nikdo nečeká.

K níže uvedenému grafu si dovoluji menší srovnání prozřetelnosti některých centrálních bank. Zatímco ČNB své enormní devizové rezervy drží primárně v cizoměnové hotovosti a státních dluhopisech s velmi krátkou maturitou, švýcarská centrální banka drží 150 miliard dolarů v amerických akcích. Jen pro představu, švýcarská centrální banka vlastní skoro půl procenta podílů ve firmách jako Apple, Microsoft, Facebook, Google nebo Tesla. Ačkoliv se jedná o formu znárodnění, je to ve velkém budoucím prospěchu občanů Švýcarska. Podobně jako norský státní fond pod taktovkou centrální banky za posledních deset let koupil 1,5 % celosvětového akciového trhu.

Z makrohlediska vnímáme silně ještě jedno riziko v současné rozvolňovací euforii. Většina ukazatelů ekonomické aktivity a indexy nákupních manažerů ukazují velký optimismus ohledně budoucího vývoje ekonomiky. Ostatně i výše uvedený průzkum ukázal, že 85 % manažerů je optimistických ohledně vývoje ekonomiky v příštích 6 měsících. Když je optimismus na historických maximech znamená to, že se otevírá zejména cesta dolů. Nálada a společenský sentiment se mění ve vlnách. Nyní jsou investoři velmi nebojácní až chamtiví (viz jevy jako AMC či Dogecoin), analytici extrapolují zářné výsledky firem do nekonečna (tzv. hopeful delusion) a celkově sentiment investorů je, řečeno terminologií Petera Atwatera, ve fázi „self-

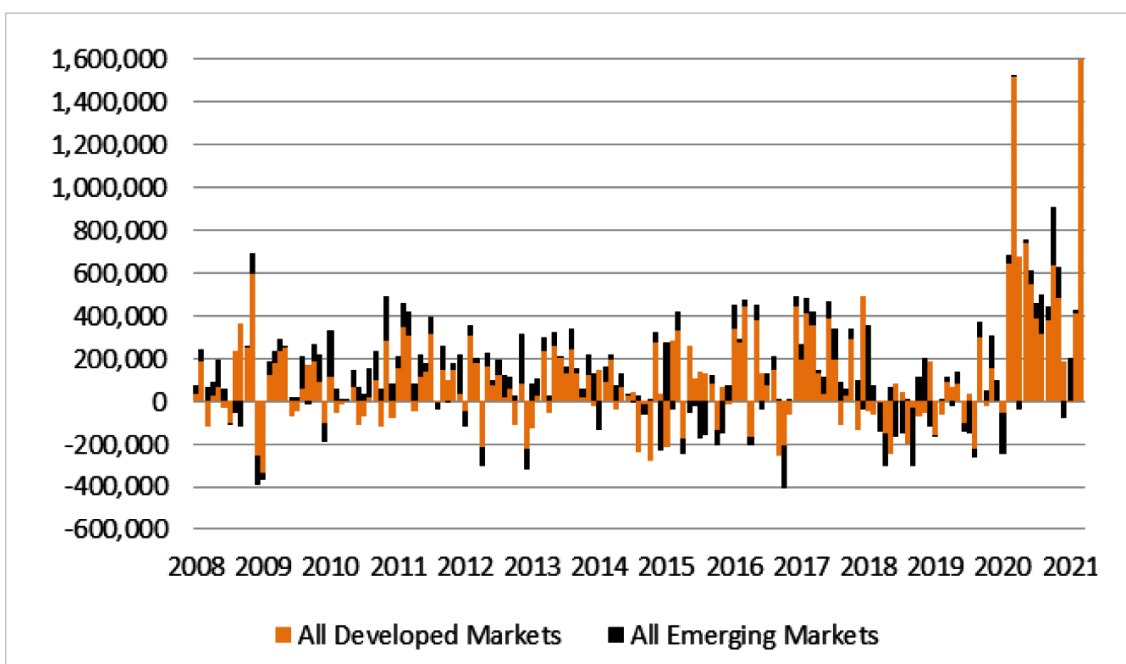
assured certainty“, neboli v sebeujišťující se jistotě. Což je velmi zrádné zejména v obtížném stavu globální ekonomiky, kterou jsem si pracovně nazval „natlakovaný papiňák“. Vidíme, že v USA je stále vysoká nezaměstnanost 5,8 %, zároveň malé podniky reportují, že nikdy v historii pro ně nebylo těžší najít kvalifikované pracovníky. Je přehříván trh práce, který zažívá největší disparitu v dějinách mezi poptávkou a nabídkou. Lidé jsou, ale nemají potřebnou kvalifikaci pro pracovní trh světa po koronavirové pandemii. COVID skokově urychlil digitalizaci globální ekonomiky a lidé nabízející pracovní schopnosti na něj nejsou přizpůsobení. Pod tento papiňák topí na plné obrátky centrální banky a jen zvyšují tlak uvnitř. Z našeho pohledu COVID pandemie silně otrásla globální ekonomikou, po čemž se zákonitě musí projevit negativní druhotné efekty, které dosud trh příliš nevnímá. Samozřejmě není nejspíše potřeba opakovat, že jakýkoliv náznak problému znamená oslabení české koruny a přesun kapitálu do hlavních světových měn.

V této situaci nevidíme žádnou jednoduše identifikovatelnou skupinu aktiv, která by plošně měla generovat nadvýnos v nadcházejících měsících. Spíše vidíme prostor pro celou řadu událostí a otřesů globální ekonomiky i jednotlivých sektorů, kde vzniknou dočasné příležitosti a individuální neefektivnosti trhu. Na druhou stranu, neočekáváme v příštích týdnech zásadní globální výprodej akcií z důvodu enormního tlaku nových peněz na trhu. Z hlediska typů eventů vyhlížíme v příštích měsících výraznější nárůst akvizic menších technologických firem s unikátními produkty, protože v oběhu je enormní množství hotovosti, která hledá umístění a valuace některých firem v posledních měsících výrazně klesly. Příliš nevidíme prostor pro pokračování COVID-sektorové rotace. Zejména v segmentu cestovního ruchu z našeho pohledu valuace již odrážejí optimistický potenciál. Proto jsme prodali se zajímavým zhodnocením 32 % akcie společnosti Expedia, u které vnímáme vyčerpaný potenciál růstu. Naopak nakoupili jsme akcie iRhythm Technologies po hlubokém propadu posledních dní. Společnost nás zaujala zejména z důvodu události odstoupení CEO,

který ve firmě setrval pouze 5 měsíců. Během té doby však dokázal znehodnotit akcie o 80 %. iRhythm je společností v oboru zdravotnických pomůcek. Produkuje miniaturní přístroje pro měření srdeční arytmie. Jedná se o inovativní IoT řešení nahrazující klasické holtery. Přístroj je napojen na datové uložení a společnost využívá algoritmu umělé inteligence pro vyhodnocování činnosti srdce v reálném čase. Tím se daří zachránit včas mnoho lidských životů. Z našeho pohledu se tedy jedná o firmu s velmi zajímavou konkurenční výhodou.

Důvod velkého propadu ceny akcie bylo úřední rozhodnutí snížení cen proplácených za produkt Zio XT z amerického veřejného zdravotního pojištění (tzv. Medicare). Úředníci nově zařadili tento přístroj do stejné

cenové kategorie s klasickými holtery, přičemž výrobní i provozní náklady tohoto přístroje jsou zcela jiné. Z našeho pohledu se jedná o zajímavý event proto, že příslušný úřad své stanovisko nyní přezkoumává a v průběhu léta vydá nové rozhodnutí. Nevnímáme příliš realisticky prostor pro dodatečné snížení ceny, protože současná cena je snížena o 2/3 oproti loňskému roku, naopak z našeho pohledu může přezkoumání pozitivně překvapit. Další, spíše doplňková hypotéza této investice je možnost vstupu aktivistického investora (o čemž na trhu vedou debaty zaslíbené osoby) či převzetí společností nadnárodní korporací a stažení firmy z burzy (Phillips na konci roku 2020 za výrazně vyšší valuaci převzal společnost Biotelemetry, nejbližšího konkurenta iRhythm).



graf 5 – Objem nových peněz natisknutých centrálními bankami

Ohledně naší akciové pozice ve společnosti ČEZ kvituje návrh managementu zvýšit dividendu na 52 Kč, což s ohledem na nákupní cenu naší pozice činí velmi lukrativní dividendový výnos téměř 12 %. Nicméně, i tak bychom chtěli na valné hromadě položit vedení firmy několik otázek, protože vidíme poměrně zásadní prostor k vytvoření dodatečné hodnoty pro investory. Pokud se na valnou hromadu také chystáte, těšíme se na případné setkání s Vámi.

V příštích týdnech budeme velmi pozorně sledovat trh, hledat a analyzovat nově vzniklé příležitosti pro náš fond. Za měsíc se Vám znovu ozveme s aktuálními informacemi o vývoji fondu.

Děkujeme Vám za vloženou důvěru, pokud budete potřebovat jakékoliv další informace, neváhejte nás kontaktovat.

Ondřej Klečka, CFA  
investiční ředitel