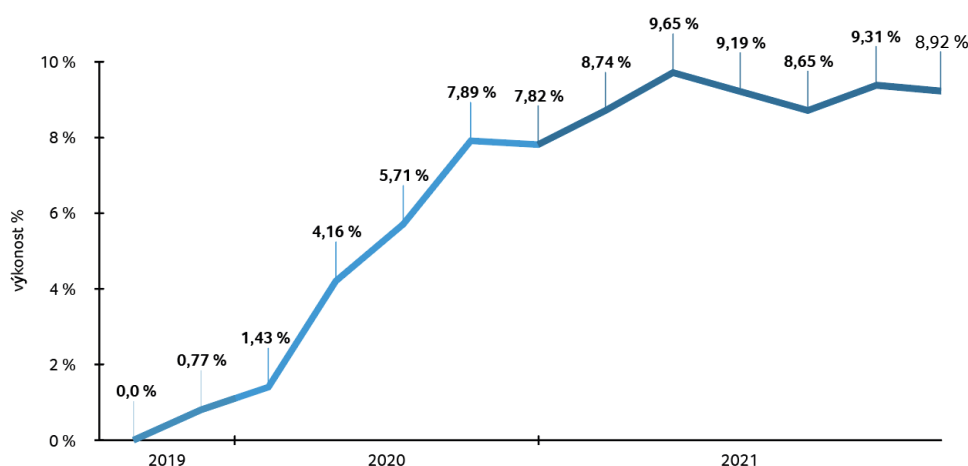


Podfond vykazuje od svého založení 31. srpna 2019 do 31. července 2021 (za 23 měsíců) celkové zhodnocení pro investory 8,92 % a za poslední měsíc fond poklesl o 0,39 % z důvodu snížení hodnoty jediné čínské akcie (kotované v USA), kterou jsme v našem portfoliu měli.

Fond k 31.7.2021 drží aktiva v hodnotě 188,3 mil. CZK a nečerpá žádné úvěry.

Měnová struktura portfolia je: 49,6 % v CZK, 40,7 % v EUR a 9,7 % v USD.

vývoj zhodnocení fondu

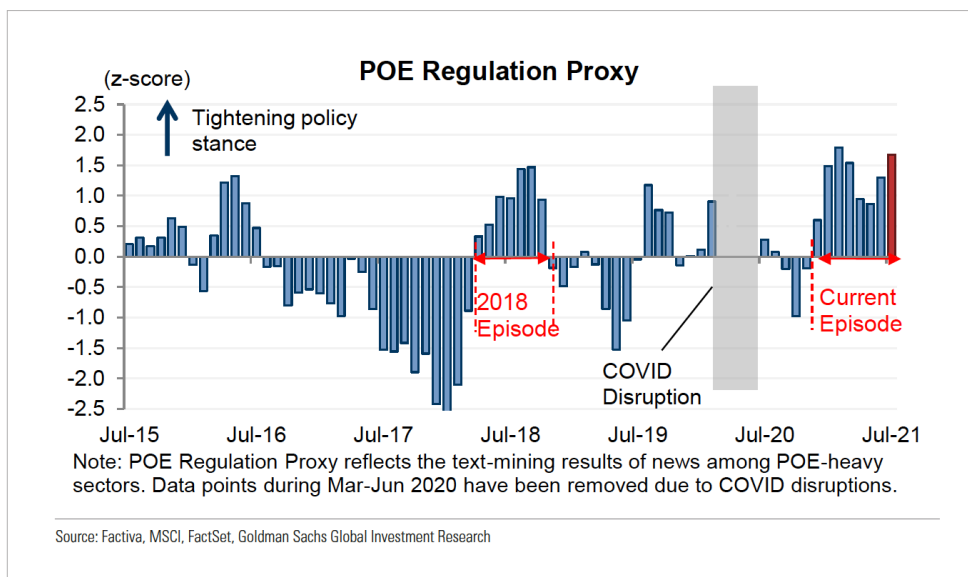


Měsíční zpráva vedení fondu:

Vážení investoři,

v poslední zprávě jsme hodně psali o Číně zejména z makroekonomického pohledu (zpomalování růstu ekonomiky, nervozita na dluhopisovém trhu a rozvolňování měnové politiky PBoC). A Číně se musíme věnovat i nyní z důvodu překotných událostí posledních dnů, které by se dalo shrnout jako začátek války čínského komunismu s kapitalismem. Vláda v posledních měsících utahovala šrouby technologickým společnostem. Eskalovalo to až v zákaz

aplikace Didi, likvidaci soukromého vzdělávacího odvětví, zastavení fúze rozvážkových firem a zákaz nových registrací do aplikace WeChat. Dalo by se v restriktivních krocích pokračovat ještě déle. Pro investory je v tomto ohledu klíčová otázka, zda se jedná o dočasné utahování šroubů, které nyní vrcholí a bude následovat klidnější doba, nebo zda jde o nový, trvalý směr přístupu čínské vlády k podnikatelskému sektoru.



graf 1 - Index regulačního zpřísnění podle délky a intenzity jednotlivých řízení

Graf 1 nám ukazuje, že současné regulační chování je soustavně výrazně tvrdší než v roce 2018. Když se podíváme na podstatu jednotlivých disciplinárních řízení v posledním roce, vidíme, že regulátoři v podstatě cílí na 3 opakující se témata: antimonopol, ochrana dat, zahraniční kapitál. Další společný znak firem v hledáčku čínských regulátorů je zásadní majetková propojenost na společnost Tencent, respektive na zakladatele Pony Ma a jeho zahraniční spřátelené investory. Další společný znak firem v hledáčku čínských regulátorů je zásadní majetková propojenost na společnost Tencent, respektive na zakladatele Pony Ma a jeho zahraniční spřátelené investory, zejména se jedná o japonce Sona (resp. SoftBank nepřímo přes různá SPV) a americké fondy Sequoia, Baillie Gifford a BlackRock.“

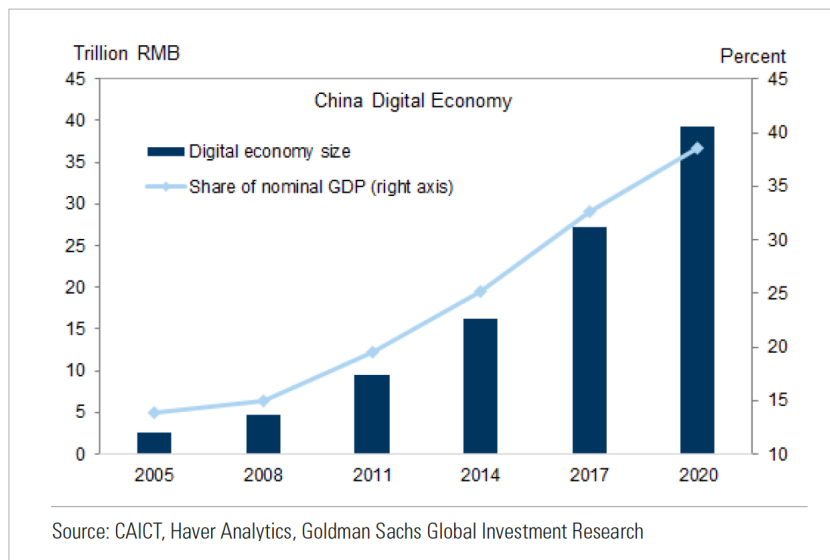
Jaký má dvojice čínských regulátorů (SAMR a CAC) motiv k exemplárnímu trestu těchto vybraných investorů? Sami regulátoři prohlásili při telefonátu se špičkami Wall Street¹, že disciplinární řízení nejsou iniciována primárně zevnitř těchto úřadů ale shora (volně přeloženo od ústřední vlády v Pekingu). Prezident Xi má z našeho pohledu jeden základní motiv, který vystihuje graf 2 níže.

Digitální ekonomika v poslední dekádě v Číně prudce narostla a stala se klíčovou částí HDP Číny. Pony Ma a jeho společnost Tencent se nejspíš neprovinili ničím podstatným, kromě toho, že Tencent získal příliš velký ekonomický vliv v zemi a stal se příliš nezávislým na vládní garnituře. Prezident Xi tak předvádí preventivní kroky pro kontrolu své absolutní moci. Navíc kromě Ponyho Ma jistě není prezidentovi po chuti, že podíl na takto velkém ekonomickém vlivu v zemi získal Japonce a Američané, hlavní třídní nepřátelé režimu.

Pokud se tedy vrátíme k naší první a pro investora důležité otázce, z našeho pohledu se jedná o podstatnou a trvalou změnu chování Pekingu vůči domácím technologickým firmám. Předpokládáme, že regulační tlak ustane jedině poté, co se vládě podaří Tencent rozebrat na několik nezávislých částí, které budou pod větší kontrolou regulátorů a současně SoftBank a americké fondy odejdou s exemplárními ztrátami ze svých investic.

Doposud se Čína z hlediska řízení ekonomiky chovala zcela pragmaticky. Precizně a velmi prozíravě transformovala své hospodářství a země získala ambice stát se světovým hegemonem. Nyní se ovšem Peking začíná uchýlovat ke krokům, které jednoznačně mají za cíl primárně ochranu moci vládní garnitury a zachování nedotknutelnosti režimu. Tyto kroky jsou na úkor budoucí ekonomické perspektivy, neboť podkopávají růst technologického sektoru a tím celé HDP země. Možná právě nyní jsme svědky historického vrcholu světového výsluní Číny. Uvnitř země se skrývá mnoho nerovnovah, skrytých i veřejně známých problémů počínaje neúprosnou demografickou křivkou a konče bankrotující největší světovou developerskou společností China Evergrande Group, která představuje systémové riziko pro čínské bankovníctví. Výprodej posledních dnů proto nevnímáme jako plošnou příležitost k nákupům, spíše půjde o dlouhodobější přecenění rizika čínských akcií. Naši akciovou expozici na Čínu jsme proto vyhodnotili jako neperspektivní a akcie prodali. Právě čínská expozice stála za poklesem výkonnosti našeho podfondu. Avšak tento čínský šok byl to dobrý zátěžový test, který prakticky vyzkoušel robustnost našeho portfolia a nízkou korelaci jednotlivých pozic.

¹ <https://www.ft.com/content/d3d30930-b098-40f0-a628-448c0b532b6d>



graf 2 - Vývoj podílu digitální ekonomiky na čínském HDP

Jsou akcie opravdu tak moc drahé?

Denně vidíme americké akciové indexy dosahovat nových vrcholů. Jsou akcie opravdu tak drahé? Pokud bychom se podívali na srovnání cen akcií od vrcholu před finanční krizí 2008 a dnes (viz graf 3) zjistíme, že za posledních 14 let americké akcie zhodnotily zhruba o 200 %. Naproti tomu globální akcie mimo USA připsali za stejnou dobu nulové zhodnocení! Kdybyste v roce 2007 nakoupili akcie globálního indexu MSCI bez USA, pak byste teď, po 14 letech měli zpět to, co jste před 14 roky investovali.

Nešlo pouze o vývoj od začátku pandemie, nůžky výkonnosti akcií mezi USA a zbytkem světa se rozevírají kontinuálně od roku 2011. Z čeho vznikla takto trvalá geografická dichotomie? Základní oceňovací rovnice je očekávaný zisk dané firmy a jaký násobek tohoto zisku jsou kupující ochotni zaplatit v závislosti na riziku. A v tom leží klíč úspěchu amerických akcií poslední dekádu. Zatímco ziskovost amerických firem se po prudkém propadu po finanční krizi rychle zotavila a neustále se zlepšovala až na současný dvojnásobek, firmy mimo USA byly ještě na konci roku 2016 zhruba na dvou třetinách svých zisků z předkrizového období.



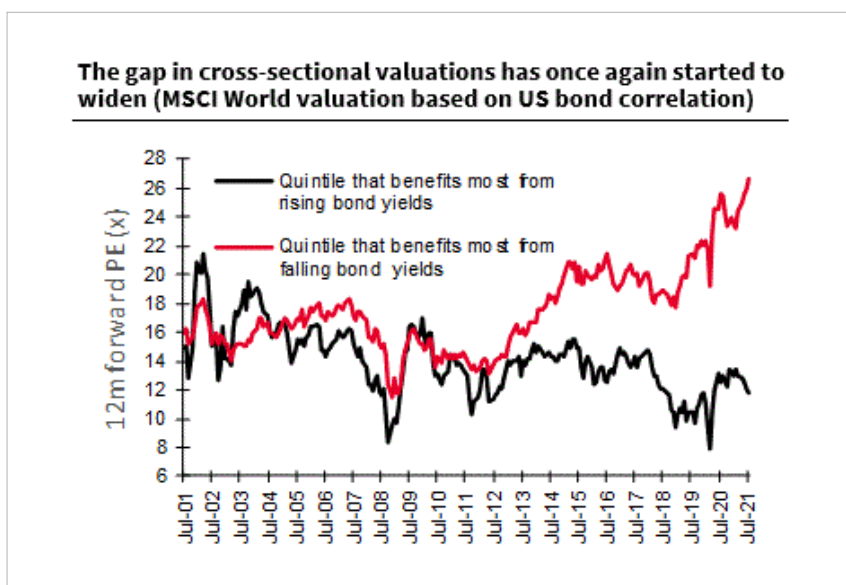
graf 3 - Srovnání vývoje cen akcií v USA a v celém světě mimo USA od roku 2008



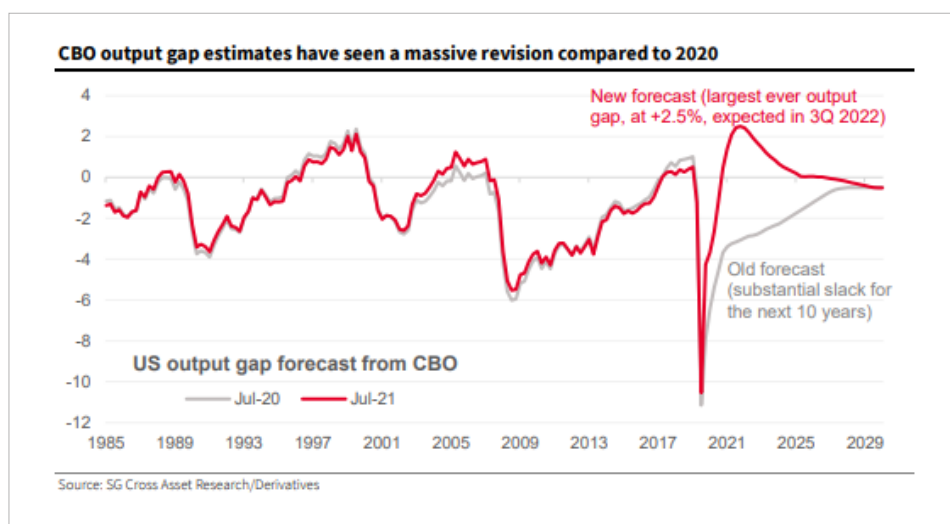
graf 4 - Srovnání očekávané ziskovosti firem v USA a v celém světě mimo USA od roku 2008

V USA akcie zhodnotily o 200 % při 100% zlepšení ziskovosti. To znamená, že investoři jsou za tyto zlepšené zisky ochotni platit vyšší valuační násobky než byli v roce 2007, naopak ve zbytku světa je ziskovost na úrovni roku 2007 a rovněž i ceny akcií, tudíž i valuační násobky se od poslední finanční krize nezměnily. Investoři jsou velmi ochotní si připlatit za akcie z USA zejména proto, že věří v pokračování rozevírajícího se trendu ziskovosti amerických firem oproti těm mimo USA. Základ tohoto trendu položila dekáda deflačních hrozeb v EU a Japonsku, utlumený globální ekonomický růst, koncentrace inovativních firem v Silicon Valley

a v neposlední řadě akvizování neamerických firem americkými (tzn. tok zisku do USA i z ostatních zemí). Je pozoruhodné, že ve stejnou dobu (2011-2012) jako se začali rozevírat nůžky ziskovosti ve světě, začali se rozevírat i globální valuační násobky mezi firmami těžícími z nízkých sazeb oproti těm profitujícím z rostoucích sazeb (viz graf 5). Investorům se poslední dekádu dostala pod kůži příliš silně hypotéza o nedostatečném růstu, že ani rekordně vysoká inflace v posledních měsících je neodradila změnit budoucí očekávání.



graf 5 - Valuační násobky firem těžících z růstu sazeb vs. firem těžících z poklesu úrokových sazeb za posledních 20 let

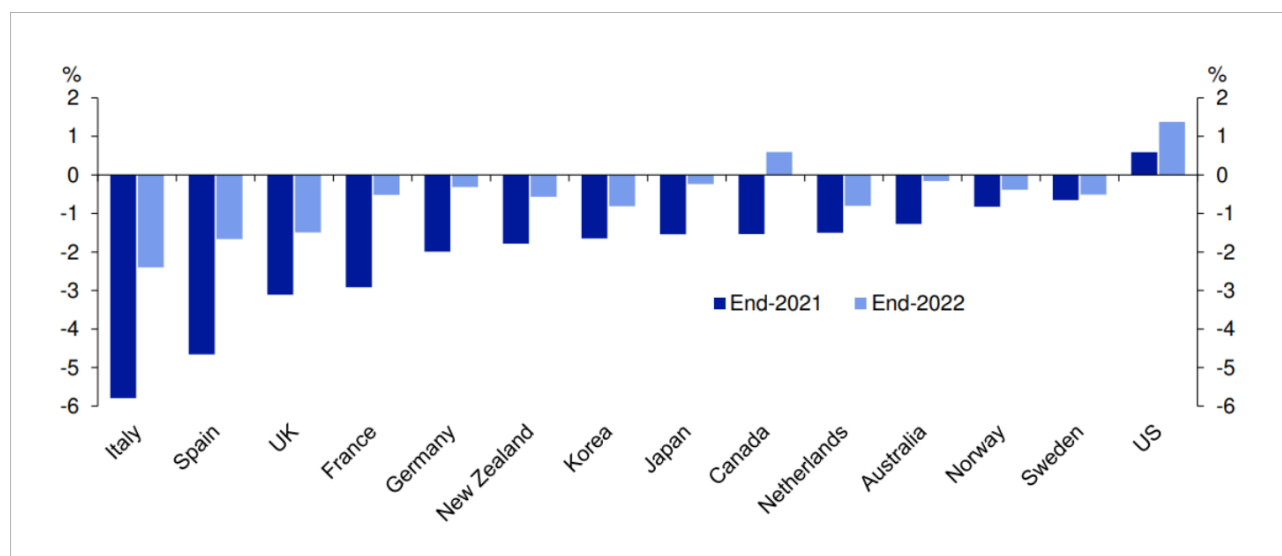


graf 6 - Srovnání predikcí produkční mezery ekonomiky (odchylky od potenciálu) od americké vlády (CBO – Congressional Budget Office)

Investory od očekávání trvalejší ekonomické konjunktury odrazuje více faktorů od situace na trhu práce až po produkční mezeru ekonomiky. Právě odchylka HDP od svého potenciálu (graf 6) je něco, co vede k zamyšlení v jaké fázi ekonomického cyklu vlastně jsme?!? Ve fondu si od loňského roku klademe otázku zda vůbec pandemie znamenala restart cyklu. Po celou dobu se spíše přikláníme k názoru, že nevidíme nový cyklus ale pouze prodloužení předchozího.

Recese v roce 2020 trvala pouze 2 měsíce a následná rekordní produkční mezeru ekonomiky se uzavřela za necelý rok. Tohle se nikdy v historii nestalo, ani rychlost

a intenzita pádu ekonomiky, ani rychlost uzavření produkční mezery. I samotná americká vláda zásadně netrefila rychlost konjunktury loni v létě, a to v rozsahu odchylky, který se nikdy takto významně nestal. Pokud bychom si v grafu 6 zakryli rok 2020, pak nemáme jediný důvod se domnívat, že jsme v novém cyklu. Ekonomika je nad svým potenciálem. To je ale izolovaná situace v USA. Ostatní vyspělé země letos na potenciál svých ekonomik nedosáhnou. V roce 2022 to dokáže pouze Kanada, Japonsko a Austrálie. Evropa bude produkční mezeru uzavírat déle, zejména jih Evropy závislý na turistu.



graf 7 - Srovnání predikcí produkční mezery ekonomiky (odchylky od potenciálu) jednotlivých zemí v letech 2021-2022 od IMF)

Moudrý s.r.o.

V červenci jsme v záplavě IPO bedlivě analyzovali jednu netypickou událost – přímé zalistování společnosti Wise Plc (česky Moudrý s.r.o.). Společnost sledujeme již delší dobu a předpokládali jsme, že netypický proces přímého zalistování v Londýně i s ohledem na načasování povede k určité neefektivitě v první den obchodování a zejména ve dvouhodinové předtržní aukci. Společnost Wise uveřejnila prospekt v pátek v noci a datum uvedení na trh byl první pracovní den po prodlouženém víkendu (Den nezávislosti). Předpokládali jsme, že bude předtržní aukce nabízet zajímavé ceny a možnost netradičního zhodnocení vzhledem k nedostatku času na ocenění firmy a mediálnímu srovnávání zalistování Wise s dubnovým nezdařeným IPO společnosti

Deliveroo. Ve dnech volna jsme se proto vnořili do analýzy firmy a připravili několik scénářů vývoje ceny v předtržní aukci. Sofistikovanou strukturou limitních příkazů jsme očekávali širokou paletu výsledků. Bohužel nakonec investoři měli ihned od počátku aukce velký apetit a nabídky byly vysoko, tudíž naše objednávky zůstaly nenaplněny. I takové situace (mnoho práce bez efektu) k našemu investičnímu přístupu patří. Hledáme na trhu netypické příležitosti a neefektivitu trhu. Musíme proto klepat na mnoho různých dveří a některé se nám následně úspěšně otevrou. Tudíž budeme i nadále trpělivě pokračovat v hledání nových zajímavých příležitostí pro náš fond.

Děkujeme Vám za vloženou důvěru, pokud budete potřebovat jakékoliv další informace, budeme rádi, když nás budete kontaktovat.

Ondřej Klečka, CFA
Investiční ředitel fondu
SBS FUNDS SICAV a.s.