

Tento text je určen pouze investičním profesionálům a soukromí investoři by na něj neměli spoléhat.

24. března 2020, 15:28 (GMT+5,5)

## Úvahy: Cesta do neprobádaných území

PODGER, JEREMY

# Úvahy: Cesta do neprobádaných území

**Blog** - 3 min. čtení



**Napsal Jeremy Podger**  
FF World

---

[Na konci této stránky jsou důležité informace](#)

Uplynulý týden byl jedním z nejpodivnějších a nejrušnějších týdnů z hlediska vývoje trhů, jaký si pamatuji od roku 1987. Ať už se dělo v reálném světě cokoliv, dynamika normálních trhů se hroutila. Jak už se někdy stává po určité kratší období, nastala opravdová panika (do tohoto týdne tomu tak docela nebylo). Bylo jasné, že hedge fondy odkládají obchodování na straně prodejů i nákupů. Nic se nechovalo podle očekávání. Během vysoce kolísavých období na trzích se stává něco podobného – jen málo pohybů je možné obhájit fundamentálními faktory a téměř všechno lze vysvětlit změnami pozic a vynucenými akcemi investorů, kteří buď nemohou nebo se rozhodnou, že nebudou držet svou strategii.

Investiční tým Fidelity, v němž téměř každý pracuje z domova, měl velmi mnoho práce. Každou hodinu a každý den probíhaly telefonní rozhovory, lidé volali managementu a snažili se zjistit, jaký efekt bude mít koronavirus nejprve v Číně a nyní v Evropě, jak velké budou podle jejich názoru problémy na straně nabídky a poptávky a jak silné jsou skutečně jejich zásoby hotovosti.

Ostřílení investoři jsou zvyklí na to, že suverénně rozdávají teoretické rady o čemkoliv, co zrovna hýbe trhy. Ale v případě koronaviru je to těžké. Když se zdá, že epidemiologové se úplně neshodnou, a když jakékoliv modelování šíření koronaviru je velmi citlivé na proměnné hodnoty, které se těžko přesně definují, pak víme, že před námi je výzva. Věřím však, že některé aspekty nabývají zřetelnějších obrysů, anebo se tak brzy stane.

Říká se, že jsou různé strategie pro boj s pandemií. Nedávná zpráva Imperial College hovoří o dvou základních přístupech – zmírnění a potlačení. Při zmínění se postup epidemie zpomaluje, a zdravotní systémy mají proto lepší schopnost zvládnout šíření nákazy. Při tomto přístupu je dosaženo případné skupinové imunity, ale za vysokou cenu. Potlačení je drastičtější přístup, jehož cílem je zvrátit epidemii a co možná nejvíc eliminovat přenos nákazy, jakmile bylo identifikováno její propuknutí.

My víme, že Čína se ve Wu-Chanu poměrně rychle přeorientovala na tento přístup. Pro občany provincie Hubei to bylo po určitou dobu bolestivé, ale zdá se, že dosud to bylo velmi účinné. Evropské země se nyní rychle přesouvají k přístupu potlačení. Matematické modely a pozorování zkušeností z Číny naznačují, že když je potlačení účinné (tj. když poklesnou míry přenosu pod 1,0 pro každého přenašeče viru), celková míra nových a aktivních případů může během několika málo týdnů rychle poklesnout.

Budeme-li předpokládat přiměřenou úspěšnost v potlačení viru, otázkou je, co bude dál. Je potřeba přijmout opatření k tomu, aby se zabránilo opětovnému propuknutí epidemie. To pravděpodobně bude znamenat zvýšenou péči o hygienu a kontrolu sociálních interakcí, dokud nebude vyvinuta vakcína, a samozřejmě velmi pečlivé sledování jakýchkoliv nových případů a nařizování karantény pro nově nakažené lidi.

### **Jak toto všechno souvisí s akciovým trhem?**

V této chvíli bychom mohli předpokládat vývoj ve třech fázích: eskalace, konsolidace a oživení. Během první fáze eskalace dostáváme každý den (alespoň v Evropě a USA) strašné zprávy o čím dál vyšších počtech nových případů nakažených lidí. Připomeňme si však, že dokonce i v případě Itálie, kde jsou počty nemocných nejvíc šokující, byl průměrný denní nárůst v uplynulém týdnu nižší než v týdnu předchozím.

Tato křivka může sice stále vypadat jako exponenciální, ale její „druhý derivát“ se zřejmě zlepšuje. Vzhledem k přísným restriktivním opatřením, která nyní platí v Itálii, by to mělo znamenat, že míra aktivní nákazy by zde měla brzy

vrcholit. To samé by mělo následovat ve zbytku Evropy a po nějaké době pak také v USA. Tato fáze způsobuje velké kolísání na trzích, což má za následek velký rozruch a prudké pohyby cen akcií.

Podle mého názoru existuje mnoho akcií, které klesly víc, než by odpovídalo jejich fundamentálnímu výhledu. To je nejvíc patrné v defenzivních sektorech, jako jsou síťové služby a zdravotnictví (kde nastane s největší pravděpodobností jen krátkodobé zhoršení zisků, i kdyby se ekonomika rychle nezotavila). Hodnota některých jiných společností, které jsou citlivější na ekonomický vývoj, se propadla tak prudce, že se může pravděpodobně navrátit ještě před tím, než bude evidentní úplné ekonomické oživení.

Důležité je pochopit, jak odolné jsou společnosti vůči aktuálním problémům (z pohledu rozvahy i cash flow) a posoudit správně jejich dlouhodobou hodnotu. Masivní narušení trhů, které vidíme, v každém případě chrlí příležitosti. V uplynulých třech týdnech jsme byli aktivnější, než ve většině předchozích měsíců, a přidali jsme do portfolií fondů několik nových titulů.

Příští fázi, která by měla brzy nastat, bychom mohli nazvat (možná trochu optimisticky) fází konsolidační. To je období, kdy se zdá, že šíření viru bylo zastaveno, ale stále platí jistá udržovací opatření. Pokrok lékařské vědy umožní lépe léčit lidi a snad i zvyšovat jejich odolnost vůči infekcím (například pomocí nějakého koktejlu protilátek, které se nyní testují v Regeneron Pharmaceuticals).

V této fázi získáme mnohem jasnější představu o tom, kdo ponese náklady, kolik nesplácených dluhů se objeví a v jakém rozsahu se projeví dlouhodobé škody na ekonomiku. Jsou zde jasné obavy, že propouštění lidí spustí negativní spirálu, která potenciálně povede k hluboké krizi. V tomto ohledu jsou povzbudivá opatření, která oznámila britská vláda a která budou pravděpodobně přijata i v jiných zemích. Je velmi důležité, aby se během fáze eskalace udržela pracovní místa, aby se následná konsolidace neproměnila v pokles.

Konečná fáze koronavirové ságy by pak měla přinést obnovu hospodářství, která bude pravděpodobně provázena významnou lékařskou prevencí dalšího šíření a úplným návratem k normální sociální interakci. Co se týče trhů, je nepravděpodobné, že to proběhne klidně. Trhy již předpovídaly ekonomické zlepšení, a jak se toto zlepšení blíží, pravděpodobně se budou odhalovat nečekané nedobytné pohledávky, které byly během období krize skryté. Roli bude hrát také prvek „splácení“ poskytnuté vládní podpory.

Vytiskly vlády příliš mnoho peněz za účelem podpory ekonomik? Bude to mít dopad na růst inflace? A budou se muset výrazně zvýšit daně? Myslím, že minimálně bychom měli očekávat, že dojde ke zvýšení sazby daní, zejména v USA (obzvlášť pokud nastane změna ve vládě), kde se již výrazně zhoršila fiskální pozice v důsledku posledního kola snižování daní.

## Co jsme dělali v portfoliích?

Začali jsme rok s relativně nízkými úrovněmi hotovosti a relativně vysokou ekonomickou citlivostí. Když v Číně propuklo virové onemocnění, začali jsme tento postoj měnit, navýšili jsme hotovost a snížili jsme citlivost vůči pohybům na trzích snížením pozic s vysokým faktorem beta. Jak se propad trhů zrychloval, riziko u těchto pozic bylo ještě zdůrazněno.

V několika uplynulých týdnech jsme tak ještě snížili expozici vůči finančnímu sektoru (většinou bankám, ale také některým pojišťovnám) a vůči titulům souvisejícím s dopravou a také vůči energetickým společnostem, které jsou nejvíce citlivé na prudký pokles cen ropy, u nichž neočekáváme brzké zotavení.

Naopak jsme zvýšili zastoupení společností, které budou jasně nejodolnější a u kterých by mělo dojít k úplnému zotavení po současném poklesu. Březen nebyl pro fondy jednoduchým měsícem. Viděli jsme obrat z relativně kladné výkonnosti, kterou jsme akumulovali v prvních dvou měsících, do značné míry díky vyššímu zastoupení evropských trhů (měny zde také byly velmi slabé) a velmi nízké expozici vůči společnostem vyrábějícím necyklické spotřební zboží.

Do začátku minulého týdne jsme měli relativně vysoké úrovně hotovosti oproti našim běžným standardům a riziko portfolia se nezdálo příliš vysoké ani v současném prostředí. Během prvních třech dní minulého týdne jsme u několika společností viděli, že by jejich hodnota kvůli pandemii mohla klesnout o dalších 50 % oproti úrovním z konce předchozího týdne.

Nebyli jsme připraveni připojit se k těm, kteří chtěli utéct z trhů za každou cenu. Namísto toho, i přes vysokou volatilitu a další pády na trzích, jsme zainvestovali část nashromážděné hotovosti a zároveň jsme se snažili udržet přiměřeně vyvážený profilu fondu. Mezi novými tituly byly výrobci necyklického spotřebního zboží a poskytovatelé zdravotní péče, stejně jako firmy podnikající v e-commerce.

Naštěstí jsme v poslední době viděli slušné oživení v relativní výkonnosti, ačkoliv je situace na trzích stále velmi rušná a lze očekávat, že výkonnost bude krátkodobě hodně kolísat. Nicméně jsme přesvědčeni, že jsme dostatečně omezili podíl slabších společností v portfoliu a za slušné ceny jsme zvýšili expozici vůči dlouhodobým vítězům.

**Během příštích týdnů budeme směřovat většinu našich aktivit ke sledování společností, do nichž investujeme, abychom rozuměli jejich strategiím a problémům a mohli poskytovat zpětnou vazbu našemu managementu. Toto je základní předpoklad našeho způsobu aktivní správy a můžeme ujistit investory, že ačkoliv pracujeme z domova, jsme v tomto směru nadále velmi aktivní.**



## Důležité informace

„Tyto informace nesmějí být bez předchozího souhlasu rozmnožovány ani šířeny.

Společnost Fidelity nabízí pouze informace o svých vlastních produktech a službách a ve formální komunikaci s klientem neposkytuje investiční poradenství pro konkrétní případy, kromě případů konkrétně stanovených řádně autorizovanou firmou.

Název Fidelity International označuje skupinu společností tvořících globální organizaci pro správu investic, která poskytuje produkty a služby v určených soudních příslušnostech mimo Severní Ameriku. Toto písemné sdělení není směřováno k osobám sídlícím ve Spojených státech a takové osoby podle něj nesmí jednat. Je určeno pouze osobám sídlícím v místě soudní příslušnosti, kde jsou příslušné fondy povoleny k distribuci, nebo v místě, kde není takové povolení vyžadováno. Pokud není uvedeno jinak, všechny produkty a služby poskytuje společnost Fidelity International a všechny vyjádřené názory představují postoj společnosti Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, logo Fidelity International a symbol F jsou registrované ochranné známky společnosti FIL Limited. Klíčový dokument informací investora (KIID) je k dispozici v angličtině a je možno jej získat na našich webových stránkách na adrese [www.fidelityinternational.com](http://www.fidelityinternational.com). Prospekt lze získat i od Fidelity. Fidelity Funds (FF) je otevřená investiční společnost (UCITS) založená v Lucembursku, s různými třídami akcií. Podíly se mohou odlišovat od podílů uvedených v indexu. Proto je srovnávací index použit pouze pro informační účely. Vydala společnost FIL Pensions Management. Schváleno a regulováno Úřadem finančního dozoru.

Kontinentální Evropa: Doporučujeme, abyste si před učiněním jakéhokoliv investičního rozhodnutí opatřili podrobné informace.

**GLEMUS3227-0620**

**MKAT8494**

