

# EKONOMIKA A TRHY

KVĚTEN 2018

## Jak vidíme svět?

- Výnos amerického státního dluhopisu překročil důležitou psychologickou hranici.
- Výsledková sezóna v USA a Evropě za první kvartál je v plném proudu, latka je nastavena vysoko.
- ECB zatím ohledně ukončení QE mlčí.

## Co děláme v portfoliích?

- Akcie držíme na nadvážené úrovni. Podíl investic do realit je nastaven na neutrální úroveň, nepreferujeme komodity.
- Mezi vyspělými regiony nemáme výrazné preference. Pro doplnění strategie volíme akcie firem z rozvíjejících se trhů Asie a střední a východní Evropy.
- Preferujeme IT, finanční sektor a zboží dlouhodobé spotřeby.

## 1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

**Sentiment ohledně globálního růstu v posledních měsících ustoupil z rekordních úrovní, i tak si ale světová ekonomika zatím vede obstojně. V dubnu tržnímu dění dominovaly výsledková sezóna, geopolitická rizika a růst amerických dluhopisových výnosů.**

### Spojené státy americké (USA)

Předstihové indikátory ISM<sup>1</sup> z výrobního sektoru, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, opustily maxima nad 60bodovou úroveň (ve výrobě poklesly na 59,3 bodu). Ekonomická aktivita ve výrobě pokračuje v expanzi, a to už 107. měsíc (!) v řadě. Ve službách ukazatel ISM sestoupil na 58,8 bodu. Průzkumy mezi korporátními manažery byly negativně ovlivněny limity produkce, na které začíná výroba narážet v oblasti kapacit, vyššími cenami vstu-

pů v důsledku růstu cen komodit a v neposlední řadě také obavami z obchodních válek. Ty by mohly zchladit silnou světovou poptávku pouze za předpokladu, že by byla skutečně implementována všechna opatření, která byla hlavními aktéry avizována. V našem základním scénáři s tímto nepočítáme, ale spíše věříme, že jde o Trumpovy obchodně-vyjednávací taktiky, kterými chce dosáhnout výhodnějších podmínek pro USA.

Průmyslová produkce v březnu díky silnému výkonu síťových odvětví stoupla o 0,5 % meziměsíčně, čímž překonala odhady trhu. Podobně optimisticky vyzněly také maloobchodní tržby, které se po slabších měsících na začátku roku (následujících po mimořádně úspěšné nákupní sezóně kolem Vánoc) zlepšily o 0,6 % meziměsíčně. Američtí spotřebitelé zamířili za nákupy aut, jejichž prodeje stouply meziměsíčně dokonce o 2 % (nejvíce za půlrok). Spotřebě napomáhá extrémně příznivá situace na trhu práce i v celé ekonomice.

Data z nemovitostního trhu po slabém únoru tentokrát potěšila, a to zejména co se prodeje nových domů týče, které meziměsíčně narostly o 4 %.

Růst HDP v 1Q 2018 zpomalil na 2,3 % z 2,9 % ve 4Q 2017 (anualizovaně), očekával se však ještě slabší výsledek. Na vině byl pomalý růst spotřebitelských výdajů, který dosáhl jen 1,1 % (šlo o nejnižší tempo za téměř pět let). Zpomalení ale nebylo nijak překvapivé, protože na něj již poukazoval vývoj pravidelných měsíčních dat, jako jsou například maloobchodní tržby. Svou roli sehrála také sezónnost. Vzhledem k postupně projevujícím se efektům daňových úspor lze očekávat zlepšení růstové dynamiky ve druhém kvartále.

V americké ekonomice vzniklo v březnu sice pouze 103 tisíc pracovních míst (čekalo se přes 190 tisíc) a data za uplynulý měsíc byla revidována dolů, podle nás to ale není důvod ke znepokojení, protože předchozí tempa růstu nových pracovních míst byla silně nadprůměrná (údaje nad 300 tisíc). Míra nezaměstnanosti stagnovala na 4,1 %, v souladu s očekáváním trhu ale rostly mzdy (+2,7 % ročně).

Spotřebitelské ceny v březnu překvapily meziměsíčním poklesem o 0,1 %, meziročně ale inflace s 2,4 % naplnila očekávání. Jádrem inflace (bez cen energií a potravin) stoupla na 2,1 % meziročně. Pro další měsíce se vzhledem k efektu slabé loňské srovnávací základny

<sup>1</sup> Údaje nad 50 bodů značí očekávání expanze, údaje pod 50 bodů naopak očekávání recese.

a setrvalému růstu cen komodit čeká zrychlení celkové inflace. Vyšší inflační očekávání se promítají do nárůstu výnosů amerických dluhopisů, které ke konci dubna na 10leté splatnosti po 4 letech zdolaly psychologickou hranici 3 %.

## Evropa

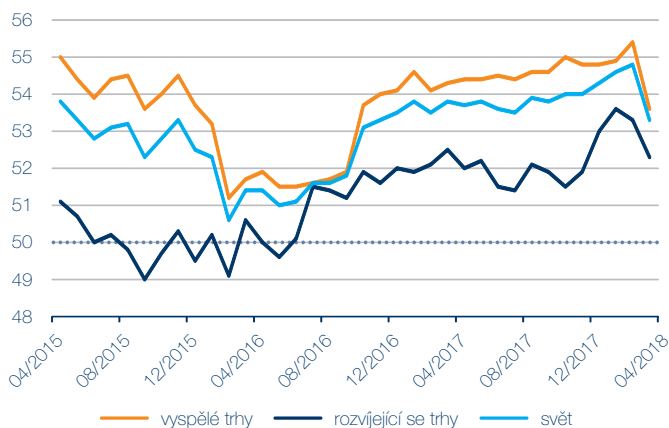
Ukazatele důvěry v Německu ZEW a Ifo další měsíc převážně klesaly. Podobný vývoj zaznamenaly i indexy nákupních manažerů (PMI) eurozóny. Kompozitní ukazatel stagnoval na 55,2 bodu. Rychlejší růst ekonomické aktivity brzdí stejné faktory jako v uplynulých měsících (napjatá situace na pracovním trhu, naplnění kapacit v některých zemích, dražší vstupy v důsledku růstu cen komodit a nejistota plynoucí z protekcionistické politiky Donalda Trumpa). Výhled růstu ale i tak pro následující rok zůstává optimistický, i když jeho tempo může ze silné dynamiky, které jsme byli svědky na konci roku, zvolnit.

Tvrdá data z ekonomiky vyzněla smíšeně. Maloobchodní tržby v eurozóně se po poklesu z minulého měsíce mírně vzpamatovaly (+0,1 % m/m). Další měsíc v řadě zklamala průmyslová produkce, když v únoru klesla meziměsíčně o 0,8 %, a po dvou měsících rychlého růstu poklesl počet registrací aut (-5,3 % meziročně).

HDP eurozóny za celý rok 2017 rostl podle finálních dat o 2,4 %, což je o desetinu procentního bodu více než v případě USA. Míra nezaměstnanosti v únoru klesla na 8,5 %, tedy na nejnižší úroveň od roku 2008.

Stále stejný příběh přináší inflační statistiky. Za březen inflace nenaplnila odhady, když rostla pouze o 1,3 % ročně. Jádřová inflace, která nezahrnuje kolísavé složky jako energie a potraviny, stagnovala další měsíc v řadě na 1 %.

### Indexy nákupních manažerů (PMI) (expanze > 50; recese < 50)



Zdroj: Bloomberg.

Šéf ECB Mario Draghi na svém dubnovém zasedání obavy trhů z poslední série slabších ekonomických čísel klidnil. K očekávanému ukončení QE ale neprozradil žádné podrobnosti a dokonce prohlásil, že se měnová politika tentokrát nediskutovala. My stále očekáváme ukončení programu nákupů dluhopisů v tomto roce a zvýšení úrokových sazeb nejdříve v druhé polovině roku 2019.

Vnitřní politická rizika ustoupila novému globálnímu problému, kterým je hrozba zpřísnění celních politik států zapletených do obchodních vyjednávání s Donaldem Trumpem. Toto riziko však vzhledem k omezené míře implementace oznámených plánů zatím vstupuje spíše jen do zhoršené nálady exportně orientovaných firem (zejména v Německu, které je hodně vývozní ekonomikou).

V Británii překvapivě zvolnilo tempo růstu spotřebitelských cen na roční minimum (2,5 %), což by mělo vést k navýšení kupní síly domácností. Únorový růst mezd dosáhl stejného tempa jako v lednu (2,8 % meziročně), což sice představuje dvouapůlleté maximum, nicméně analytici čekali ještě o něco rychlejší růst. Pozitivně překvapila britská míra nezaměstnanosti svým poklesem na minimum od roku 1975. Názory na to, co udělá Bank of England na květnovém zasedání, se různí. Centrální bankéři již dříve avizovali, že by si ekonomika s napjatým pracovním trhem a inflací přestřelující 2% inflační cíl zasloužila zvýšení sazeb o čtvrt procentního bodu na 0,75 % (a úroky by se zvyšovaly podruhé od finanční krize). Vzhledem k pomalejšímu než očekávanému růstu mezd a rizikům, kterým ekonomika čelí kvůli nejistotě ohledně brexitu, centrální banka ale další utážení měnové politiky možná odloží.

## Ekonomický výhled

	HDP (roční změna, v %)		INFLACE (průměrná roční změna, v %)	
	2018	2019	2018	2019
<b>CZ</b>	3,0	2,8	2,0	1,9
<b>EMU</b>	2,4	1,9	1,4	1,4
<b>USA</b>	2,7	2,4	1,9	2,0

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.

## Výhled úrokových sazeb (v % ročně) a měnových kurzů

		04/2018	10/2018	04/2019
<b>CZK</b>	Základní sazba	0,75	1,00	1,25
	10Y sazba	1,68	2,00	2,30
	USD/CZK	21,05	20,57	19,68
	EUR/CZK	25,47	25,10	24,80
<b>EUR</b>	Základní sazba	0,00	0,00	0,00
	10Y sazba	0,57	0,90	1,30
<b>USD</b>	Základní sazba*	1,75	2,00	2,25
	10Y sazba	2,97	3,00	3,20
	EUR/USD	1,21	1,22	1,26

\*) Horní hranice pásma.

Zdroj: ČSOB, ČSOB AM, KBC AM, Bloomberg.





## Televizní bublina, nebo revoluce?

**Akcie americké televize Netflix si letos připsaly 75% růst a investoři jsou ochotni za ně platit více než**

**stonásobek očekávaných letošních zisků. Firma navíc regeneruje hotovost a financuje se rostoucím dluhem. Jsme svědky bubliny, anebo se dá nárůst ceny logicky vysvětlit?**

Nyní má Netflix přes 120 milionů předplatitelů, od nichž inkasuje po cca 10 dolarech měsíčně, tedy bez růstu nějakých 14 miliard dolarů ročně. To je ovšem jen zhruba desetina tržní kapitalizace a při maržích panujících v sektoru je jasné, že cena akcií počítá s VELKÝM růstem (tržby za první kvartál rostly meziročně o 40 %). Jak moc ale může Netflix vyrůst?

V zemích, kde Netflix působí (tedy takřka ve všech s výjimkou Číny), má či v dohledné době bude mít přístup k rychlému internetu, pokud budeme optimisté, jedna miliarda domácností. Netflix tak může teoreticky vyrůst osminásobně, ale jeho tržní podíl bude globálně sotva vyšší než v USA, kde nemusí čelit významným jazykovým či regulatorním bariérám. Na domácím trhu má Netflix předplacena zhruba každá druhá domácnost, což je více než u všech kabelových televizí dohromady, přičemž se stále více stírá i mezigenerační rozdíl.

Proč by si ale další stamiliony domácností měly Netflix předplácet? Důvody mě napadají tři.

První je technologická výhoda proti stávající nabídce klasických či kabelových televizí, kdy klienta neobtěžuje reklama a jen on sám rozhoduje, kdy a na co se bude koukat. Navíc si můžete svůj seriál pustit na mobilu i tabletu.

Druhý důvod je cenový, předplatné Netflixu stojí méně než i některé základní nabídky kabelových televizí. Navíc Netflix není vázán na několikaletou smlouvu, lze se kdykoli

odpojit a kdykoli znovu připojit. A když pojedete na dovolenou, jede vaše internetová televize s vámi. Průměrná americká domácnost platí za kabelovou televizi 100 dolarů měsíčně, přičemž jako přiměřenou sumu uvádějí necelých 40 dolarů.

Třetím důvodem je pak obsah. Sám jsem Netflix prvně zaznamenal před pěti lety, kdy jeho akcie výrazně poskočily díky mj. úspěchu vlastního seriálu House of Cards (Dům z karet) s tehdy ještě populárním Kevinem Spaceym v hlavní roli. V tehdejší nabídce Netflixu šlo spíše o výjмку, neboť většina nabízených pořadů byla vyrobena třetími stranami. Hlavním důvodem, proč se dnes Netflix zadlužuje, je plán změnit nabídku tak, aby vlastní obsah tvořil polovinu, a to už letos.

Netflix totiž nechce být jen alternativou k tradičním televizím, ale chce zjevně konkurovat i výrobcům obsahu, od nichž dosud zejména nakupoval. Letos chce firma utratit 8 miliard dolarů, za což pořídí 80 filmů a desítky hraných i animovaných seriálů. Pro předplatitele to znamená, že minimálně jednou týdně budou mít šanci vidět film, který nikdo jiný nenabízí, a při zmíněném rozpočtu to nemusí být filmy jen do počtu. Pro srovnání Disney, společnost zhruba srovnatelná co do tržní hodnoty a jeden z dosud hlavních dodavatelů obsahu pro Netflix, plánuje letos 10 celovečerních filmů.

Určitě ale najdeme i tři důvody, proč by Netflix mohl na cestě k dobytí obrazovek zakopnout.

Předně je tu již zmíněný Disney jako zástupce dodavatelů obsahu. Ten si samozřejmě uvědomil, že Netflix chce díky jeho obsahu nalákat nové předplatitele, kterým bude ovšem následně předkládat stále více obsahu vlastního, na nějž si zvyknou a předplatiteli zůstanou. Od příštího roku tak Disney už nebude partnerem, ale konkurentem Netflixu, poněvadž licenční smlouva vyprší a Disney spustí vlastní streamovací televizi. Marvelovské komiksy a Star Wars tak zmizí z Netflixu a neklienti budou mít o důvod méně si Netflix na měsíc zdarma vyzkoušet.

Jiným problémem Netflixu může být lokalizace, tedy jazykové i tematické přizpůsobení obsahu lokální poptávce. Nedělám si iluze,

že by Netflix někdy začal natáčet české nekonečné seriály a vymazal tak Ordinaci. V Polsku však koupil práva na seriálové zpracování Zaklínače podle předlohy i u nás populárního Andrzeje Sapkowského, který se má sám na díle podílet jako kreativní konzultant (8 mld. USD je opravdu hodně peněz). Logicky zde platí, že velké trhy a jazyky mají přednost, což není dobrá zpráva pro našeince, kteří nechtějí „Vergilia v originále“. Ve zmíněném Polsku je 80 % nabídky s titulky či dabingem, mezi skutečnými hity je španělskojazyčné seriálové drama Narcos, a pokud chcete strávit tři hodiny života sledováním indického dramatu s častými tanečními vložkami, najdete jej na Netflixu rovněž.

A konečně je tu Amazon. Klasik tvrdí, že pokud ve vašem byznysu Amazon není, stojíš váš byznys za starou belu. V internetové televizi Amazon je a je to dravá dvojka za Netflixem, s třetinou předplatitelů a o něco více než polovičním rozpočtem na vlastní tvorbu, ovšem se silou globálního retailového leviatana v zádech, kterému nedělalo problém třeba koupit si rozhodně ne levnou původní moderátorskou trojici Top Gearu. Amazon Prime Video tedy rází stejnou strategií jako Netflix, přidávání vlastního obsahu. Na slibném indickém trhu pak Amazon cenově podstříhl Netflix (i po zvýšení původní ceny je v přepočtu na rok šestkrát levnější). Podobně jako v případě Disney je otázkou, kolik zákazníků bude tyto poskytovatele brát jako konkurenty a kolik jako rovnocenné součásti toho, co má zároveň předplaceno na své smart TV (přinejmenším v USA by to cenově nebyl problém).

Pokud Netflix navzdory (či díky) Disney, Amazonu i babylonu jazyků uspěje, změní nejen televizní, ale i filmový trh. Poraženými nemusí být jen klasické televize a poskytovatelé kabelových předplatných, ale třeba i kina. S větším záběrem si bude Netflix moci říci o vyšší marže a zmíněné P/E přes 100 by tak nemuselo znamenat bublinu, možná dokonce naopak.

*Miroslav Adamkovič, analytik, ČSOB Asset Management*

