

EKONOMIKA A TRHY

LISTOPAD 2017

Jak vidíme svět?

- Euru uškodilo natažení programu nákupů dluhopisů a eskalace katalánské krize.
- Americká ekonomika rostla ve třetím kvartále nečekaně rychle.
- Ceny ropy vystoupaly nejvýše za poslední dva roky.

Co děláme v portfoliích?

- Akciovou pozici ponecháváme u většiny portfolií na neutrální až mírně nadvážené úrovni. Podíl investic do realit je nastaven na neutrální úroveň, podvažujeme komodity.
- Preferujeme eurozónu, zejména její motor Německo. Pro doplnění strategie volíme akcie firem ze střední a východní Evropy.
- Nadvažujeme zdravotní péči, IT, zboží dlouhodobé spotřeby a finance.

jasnějších obrysů: Mělo by jít především o snížení sazby korporátní daně z 35 % na 20 % a celkové zjednodušení daňového systému. Z čeho se výpadek daňových příjmů zaplatí, není ale zatím zcela jasné. Hospodaření státu by podle republikánů nemělo být ohroženo, protože daňové úlevy by měly nastartovat rychlejší ekonomický růst, který výpadek dorovná. Díky tomu, že se podařilo schválit v obou komorách návrh rozpočtu na fiskální rok 2018, se Trumpovi fakticky otevřela cesta i k prosazení nových daňových zákonů.

Průzkumy mezi korporátními manažery přinesly opět optimistické výsledky. Předstihový indikátor institutu ISM ve zpracovatelském sektoru se posunul na 13leté maximum (60,8¹ bodu) a k dalšímu výraznému zlepšení došlo také v sektoru služeb (růstem na 59,8 bodu ze srpnových 55,3 bodu).

Uspokojivá byla i „tvrdá data“. Průmyslová produkce naplnila odhady s meziměsíčním růstem o 0,3 % a revizí předchozího měsíce na slabší propad, než se původně očekávalo (-0,7 %). Naopak mírně zklamaly maloobchodní tržby, když místo předpokládaného růstu o 1,7 % vykázaly zlepšení o jednu desetinu slabší. Podobně jako u průmyslové produkce ale i zde potěšila o něco lepší revize předchozího měsíce.

Data z nemovitostního trhu přicházela smíšená, některá čísla ale již naznačila, že se po delší době, kdy trh brzdila nedostatečná nabídka nemovitostí a vysoké ceny, snad již blýská na lepší časy. Slabší výsledky sice zaznamenaly zahájené stavby, stavební povolení a rozjednané prodeje domů, nejčasnější indikátor ze všech statistik o trhu bydlení – prodeje nových domů, ale nečekaně vyskočily na nejvyšší úroveň za poslední desetiletí (o 19 % meziměsíčně). K silnému číslu přispěl zejména jih USA, který v předchozích měsících zpustošily hurikány Harvey a Irma a kde začaly probíhat práce na obnově. Pozitivně překvapily i prodeje starších domů, i když šlo o pouze mírnější růst o 0,7 % meziměsíčně.

První oficiální odhad HDP za 3Q 2017 odhalil, že si americká ekonomika nečekaně udržela silné tempo růstu ve výši 3 % (mezičtvrtálně, přepočteno na roční bázi). Kvůli negativnímu dopadu při-

¹⁾ Údaj nad 50 body značí očekávání expanze, údaj pod 50 body naopak očekávání recese.

1. EKONOMIKA A INVESTIČNÍ KLIMA

V USA je tématem číslo jedna největší daňová reforma za posledních třicet let. Na evropské periferii to opět vře, tentokrát ve Španělsku. V Číně proběhl sjezd komunistické strany, na němž bylo zvoleno nové vedení na další pětiletku.

Spojené státy americké (USA)

V USA se v říjnu točilo politické dění kolem dlouho očekávané daňové reformy Trumpovy administrativy. Investoři se konečně dočkali

rodních katastrof se přitom očekávalo zpomalení na 2,5 %. Slabší spotřebu v důsledku hurikánů vykompenzoval nárůst zásob (přispěl 0,73 procentního bodu) a nižší deficit zahraničního obchodu (přidal 0,41 procentního bodu). Naopak negativní dopad měly hurikány na spotřebu, která tvoří dvě třetiny americké ekonomiky a zpomalila na 2,4 % z předchozích 3,3 % ve 2Q. Slabší byly rovněž investice, zejména v oblasti těžební infrastruktury.

Z amerického pracovního trhu přišla v září rozporuplná čísla. Ubylo (!) 33 tisíc pracovních míst, což se nestalo od roku 2010, i tyto statistiky byly ale značně ovlivněny hurikánovou sezónou. Předěšlý měsíc byl revidován nahoru (ze 156 na 169 tisíc). Dále se snížila míra nezaměstnanosti (ze 4,4 % na 4,2 %), přičemž narostla míra participace pracovní síly (63,1 % na 63,2 %), výrazně zrychlil mzdový růst (+2,9 % meziročně). Report byl tak nakonec trhem přijat optimisticky.

Spotřebitelská inflace nenaplnila odhady, když v září dosáhla tem- pa 2,2 % meziročně. Jádrová inflace stagnovala další měsíc v řadě na 1,7 %.

Z Fedu v říjnu nepřišly žádné překvapivé zprávy. Centrální banka několika komentáři potvrdila, že se chystá pokračovat v naplá- nované trajektorii zvyšování sazeb (v tomto roce má zvýšit sazby o dalších 0,25 procentního bodu v prosinci, v příštím roce třikrát) a od října odstartoval proces postupné redukce rozvahy. V sou- časné době je nejžehavějším tématem, koho Donald Trump jme- nuje novým šéfem Fedu – Yellenové končí čtyřletý mandát v únoru 2018. Prezident zatím zúžil okruh potenciálních kandidátů na pět jmen: Janet Yellenová (stávající předsedkyně Fedu), Jerome Powell (guvernér Fedu), Kevin Warsh (bývalý guvernér), Gary Cohn (hlavní ekonomický poradce Trumpa a bývalý provozní ředitel Goldman Sachs) a John Taylor (ekonom Stanford University, odpůrce politiky extrémně nízkých úroků a tvůrce známého pravidla pro nastavení měnové politiky s ohledem na převládající ekonomické podmínky²). Jasno by mělo být v prvním listopadovém týdnu. Trh nepočítá s opětovným jmenováním Yellenové a dává největší šance Powe- llovi, k němuž Trump v posledních týdnech nejvíce inklinoval.

Evropa

V Evropě pokračuje silné ekonomické oživení a dle předstihových ukazatelů by se na tom nemělo ani v následujících měsících nic zá- sadně měnit. Indikátory důvěry se pohybují v okolí téměř 17letých maxim. Indexy PMI sice napříč EU v řadě případů mímě klesly, ale i tak se nadále pohybují vysoko nad 50bodovou hranicí, která dělí očekávání expanze od recese. Za celou eurozónu přišla z výroby podobně jako minulý měsíc lepší čísla (58,6 bodu) než ze služeb (54,9 bodu). Na nové historické maximum vystoupal po předcho- zích dvou slabších měsících německý ukazatel podnikatelského klimatu Ifo.

Meziměsíčně o 0,5 % klesly v srpnu maloobchodní tržby, trh přitom očekával růst. Naopak průmyslová produkce vykázala silný růst (+1,4 % meziměsíčně). Registrace aut v EU po čtyřech měsících v řadě růstu tentokrát zaznamenaly pokles (září -2 %).

Růst HDP eurozóny za 3Q 2017 dosáhl podle předběžných údajů 2,5 % meziročně, což je nejrychlejší tempo od roku 2011. V me-

zičtvrtletním srovnání vzrostl o 0,6 % a za 2Q byl revidován nahoru dokonce na 0,7 %. Šlo o osmnáctý kvartál v řadě ekonomického oživení. V ekonomice rychle vznikala pracovní místa a míra neza- městnanosti klesla na 8,9 %. Navzdory prosperující ekonomice ale nečekaně zpomalila inflace ze zářijových 1,5 % meziročně na 1,4 % v říjnu. Jádrová inflace poklesla dokonce pod hranici jednoho procenta na 0,9 % ročně, tedy na pětiměsíční minimum. Robustní růst v kombinaci s tlumenou inflací představuje velké dilema pro Evropskou centrální banku (ECB). Z těchto důvodů také na říjnovém zasedání rozhodla o pomalejším ústupu od stimulační politiky, který oddálí zvyšování úrokových sazeb. Tempo nákupu dluhopisů se snížilo na polovinu ze současných 60 miliard EUR měsíčně s účinností od ledna 2018, program bude ale prodloužen nejméně do září příštího roku.

Z politických událostí zaujaly pozornost trhů nepokoje ve Španěl- sku, jež zatím vedly k jednostrannému vyhlášení nezávislosti Kata- lánska, které drtivou většinou odhlasoval katalánský parlament (zá- stupci prošpanělských stran se ale hlasování nezúčastnili). Madrid zareagoval aktivací článku 155 španělské ústavy, který umožňuje v případě porušování ústavních práv převzít přímou vládu nad regi- onem a zbavit ho autonomie. Politická nejistota ve Španělsku měla vliv kromě tamních dluhopisů také na akcie španělských bank.

V Rakousku proběhly předčasné parlamentní volby. Vyhráli je lidov- ci v čele se Sebastianem Kurzem, který se tak stane nejmladším kancléřem v rakouské historii. Koalici vytvoří s antiimigrační stranou Svobodných.

Britský HDP ve 3Q vzrostl mezičtvrtletně o 0,4 %. Inflace v Bri- tánií meziročně vyskočila na 3 %, tedy pětileté maximum. Bank of England již naznačila, že se chystá v blízké době (možná již na zasedání 2. listopadu) zvýšit sazby, poprvé od roku 2007.

Ostatní regiony

Japonský vývoz rostl další měsíc v řadě dvojciferným tempem (14,1 % meziročně), nenaplnil však odhady trhu. Dění na japo-nském trhu ovlivnilo očekávání předčasných voleb, které se konaly stejný víkend jako volby v ČR a v nichž se nakonec podařilo obhájit mandát dosavadnímu premiéroví Abemu. Získání dvoutřetinové většiny mu zajistí prosazení klíčových bodů jeho programu. Lze tak očekávat pokračování politiky tzv. Abenomiky, která spočívá přede- vším v uvolněné měnové politice podporující oslabení jenu.

Čínský HDP za 3Q splnil odhady trhu i vládní cíl meziročním 6,8% růstem. Na sjezdu komunistické strany, který se koná každých pět let, bylo zvoleno nové vedení, přičemž prezident a premiér byli potvrzeni na další období. Prezidentovi Si Ťin-pchingovi se podařilo upevnit moc, když jeho ideologii stranici přijali do stanov strany. Takovéto výsady se nedostalo během úřadování zatím žádnému jinému vůdci s výjimkou Mao Ce-tunga.

² Tzv. Taylorovo pravidlo popisuje vztah mezi krátkodobou úrokovou mírou, inflací a růstem HDP. Za předpokladu 2% inflačního cíle by podle tohoto pravidla měly být sazby Fedu na 3,7 % – tedy zhruba na trojnásobku, než jsou dnes.





Elektromobily na špinavé uhlí, nebo čistý vítr?

Obnovitelné zdroje energie jsou povinně IN. Když Trump oznámil odstup od Pařížské dohody, slíží kritiku od mnoha

státníků i korporací. Ty se předhánějí, kdo bude více „zelený a obnovitelný“. Jak to však vypadá pod pokličkou? Například Apple se chlubil, že vydává dlouhopisy, aby mohl implementovat více nazelenalé energie do svého výrobního procesu. PR aktivita skvělá. Co na tom, že Apple buduje nové sídlo, kam se dá dopravit pouze autem a kde je pro 14 tisíc zaměstnanců připraveno 11 tisíc parkovacích míst. Budme rádi, že takové nápady se u nás nerealizují.

Zelená iluze elektromobilů

Akcie Tesla Motors se dotýkají nebes, i když firma neubrání pedestal nejhodnotnější americké automobilky. Investory zjevně netrápí, že firma vyrábí zlomek aut v porovnání s klasickými výrobci. O finanční kondici firmy se nediskutuje, Elon Musk je génius a basta. Kupovat akcie Tesly chce silnou víru, naopak při snaze o jejich shortování mnoha jedincům zhořkl úsměv. Já dodávám pohled, že podle studie Švédského environmentálního institutu („IVL Swedish Environmental Research Institute“) výroba jedné baterie do elektromobilu vyprodukuje tolik emisí, kolik vypustí klasický automobil za celých 8,2 roku provozu. Jediná výhoda elektromobilu potom logicky tkví pouze v tom, že výroba potřebné energie se odehrává daleko od městských center. Odkud však elektřinu brát? Bohužel, nedrží každá země v ruce trumfů jako Norsko, kde vodní elektrárny vyprodukují 95 % potřebné energie. Považte přitom, že silně „pokrokové a zelené“ Norsko má hospodářství i rozpočet postaven na produkci něčeho tak nemoderního a zastaralého, jako je ropa a zemní plyn!

Jaderný umíráček

O jaderné energetice škoda mluvit. Některé země od ní nadobro odstupují (Německo, Jižní Korea), ty ostatní prakticky neumějí stavět reaktory nové v rozumném termínu a ceně. Odvětví, zdá se, může nadobro odumřít s odchodem

svých expertů na důchodový odpočinek. Francouzi z Arevy si vylámali zuby nejen nad snahou správně vyslovit Olkiluoto, ale především v úsilí dostavět a zprovoznit na tomto finském ostrově nový reaktor. Velká Británie se už dekádu trápí s výstavbou elektrárny Hinkley Point a doufá, že za dalších deset let už budou reaktory dodávat elektřinu – za garantovanou cenu 92,5 GBP/MWh (s navyšováním o inflaci). Westinghouse, jaderná divize Toshiba, dokonce vyhlásila bankrot. Ano, já vím, prakticky celá česká politická reprezentace podporuje dostavbu Dukovan či Temelína, ale celosvětová debata je jinde. Řekl bych, že jádro elektromobily pohánět nejspíš nebude.

Špinavá výroba. Má to smysl?

Co na to investor? Situace v energetice je nesmírně komplikovaná, směsice strategických, obchodních i politických zájmů vede k mnoha paradoxům. Investice do klasické „špinavé“ energetiky je sporná. Dlouho klesala cena silové elektřiny na burze (na nabídkové straně se na trh přednostně hme politicky podporovaná a dotovaná zelená energie, což v logice zákona nabídky a poptávky tlačí cenu elektřiny dolů), producentům klesly tržby a zisky, dividendy. Ostatně, chceme pálit uhlí, abychom mohli jezdit v elektroautotech? Možným kompromisem by mohla být výroba elektřiny z plynu, ale hádejte sami, odkud jej Evropa dováží.

Větrná energetika. Vyšší, lehčí a úspěšnější

Existuje však jeden sektor, který se mi líbí: Větrná energetika. Dánsko světu dalo nejen kostičky Lego, ale také větrné turbíny. Vítr samotný má dvě disciplíny, a to větrné parky na pevnině (onshore) a větrné parky na moři (offshore). V současném energetickém mixu Dánska větrná energie už přesahuje 40% podíl a dál svižně narůstá. Větrná energie je podporována dotacemi čili stojí na pevné politické podpoře. Absence náhlé změny je důležitý investorský předpoklad. Délka a forma podpory se liší dle projektů a zemí, ale v posledních aukcích na větrné parky vítěz již akceptoval tržní cenu bez jakékoliv dotace! To rozkolísalo cenu akcií firem z odvětví, protože jde o skutečný průlom. Jedná se o větrné parky, kterým se vrtule roztočí až na pomezí roku 2025. Figl je v tom, že do té doby si odvětví troufá na dosažení dalšího výrazného technologického pokroku. Turbíny budou vyšší, lehčí, nákladově úspornější a zároveň vyrobí

více elektřiny. Nejde o nic jiného než o pokračování trendu. První větrné parky počátku devadesátých let měly turbíny vysoké pouhých 35 metrů s kapacitou výkonu 0,45 MW, nyní už se instaluje kapacita 8 MW s výškou 195 metrů. Pouhé jedno otočení vrtule potom vyrobí energii pokrývající spotřebu domu na 29 hodin. Optimisté dokonce tvrdí, že v následující dekádě turbíny na moři budou vyšší než Eiffelova věž, tedy přesáhnou 300 metrů.

V Evropě pětikrát více a kdo dál?

V současné době je v Evropě instalováno 12,6 GW přímořské kapacity. V červnu dokonce vlády Německa, Dánska a dalších zemí podpořily plán, podle kterého se objem instalovaných kapacit v pobřežních vodách Evropy do roku 2030 zvýší na 60 GW, tedy zpětinásobí! Asociace Wind Europe ve své studii tvrdí, že evropská geografie umožňuje instalaci tolika větrných parků, aby jejich produkce kryla až 25 % celkové energetické spotřeby EU při průměrné výrobní ceně 54 eur/MWh (srovnajte s vyšší garantovaného tarifu z Hinkley Point). Nejde ovšem jen o Evropu. O slovo se jasně hlásí Asie a nezávisle na Bílém domě i jednotlivé státy USA, Trump, neTrump. Vítr je stále mladá technologie, kde pokrok může přinést násobné navýšení výkonu a pokles nákladů o desítky procent, zatímco u starších technologií už jde v obou směrech o sotva procenta. To je třeba brát v úvahu pro investice, které budou uváděny do provozu v následující dekádě. Racionální výtka proti obnovitelným zdrojům je jejich nestabilita, řešení už se však rýsuje v podobě stabilizačních bateriových úložišť. Pokud se takové napojení distribuční sítě povede v rozumných nákladech, kus větru nakonec může pohánět i ony elektromobily.

Vítr v portfoliu

Je zjevné, že bez fosilních zdrojů se za našich životů neobejdeme, ale výrobci turbín a provozovatelé větrných parků by se měli v budoucnu těšit dostatečnému množství zakázek a tržeb. Takto nastavená výchozí situace by měla dělat radost investorům těch firem z odvětví, jejichž know-how je specifické a obtížné přenositelné. Trocha „větru“ do portfolia by měla do budoucna přispět ke kýženému výnosu.

Jaroslav Vybíral, analytik,
ČSOB Asset Management