

EKONOMIKA A TRHY

ČERVENEC 2018

Jak vidíme svět?

- Obchodní války přinášejí nejistotu a dopadají na akciový trh.
- Koruna ustoupila až k 26 EUR/CZK.
- Silný dolar dál trápí rozvíjející se trhy.

Co děláme v portfoliích?

- Akcie jsme dále mírně redukovali, ale i tak je držíme na nadvážené úrovni.
- Podíl investic do realit je nastaven na podváženou úroveň a nepreferujeme ani 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

Na trhy v současnosti působí dva protichůdné vlivy: pokročující dobrá ziskovost firem a strach z obchodních válek. Téma protekcionismu dopadá zatím nejvíce na neamerické akciové trhy, rozvíjející se ekonomiky navíc trápí silnější dolar.

Spojené státy americké (USA)

Předstihové indikátory ISM¹, které signalizují, kam by se ekonomika měla ubírat v následujícím období, po slabších měsících překvapily opětovným silným růstem. Expanzi už indikují 21. měsíc v řadě. Ve výrobě index stoupl z 57,3 na 58,7 bodu a ve službách z 56,8 na 58,6 bodu. Dařilo se zejména ve stavebnictví.

Průmyslová produkce v květnu zaostala za odhady poklesem o 0,1 % meziměsíčně, působily zde převážně dočasné faktory (výpadky produkce automobilek v důsledku požáru továrny na součástky v Michiganu). V souladu s očekáváním dopadly maloobchodní tržby, které vzrostly o 0,3 % meziměsíčně – nebyť vyšších výdajů domácností za pohonné hmoty, rostly by ještě rychleji. Data z nemovitostního trhu zklamala, a to zejména u prodejů nových i starších domů.

Růst HDP v 1Q 2018 byl kvůli slabšímu příspěvku spotřeby služeb, změny zásob a čistého exportu revidován níže na 2 % (mezikvartálně, anualizovaně). Odhady počítaly s 2,2 %. Pro porovnání ve 4Q 2017 dosáhl tempa 2,9 %. Spotřebitelské výdaje, které v americké ekonomice hrají největší roli, stouply nejpomalejším tempem za mnoho let (jen o 0,9 %). Vzhledem k postupně projevujícím se efektům daňových úspor lze očekávat zlepšení růstové dynamiky ve druhém kvartále. Na druhou stranu mohou mít na americký růst mírně negativní dopad obchodní války (zejména odvetná cla).

V americké ekonomice vzniklo v dubnu přes 220 tisíc pracovních míst (čekalo se necelých 190 tisíc). Míra nezaměstnanosti dále poklesla až na 3,8 %. Podobným tempem jako v minulých měsících stouply mzdy (+2,7 % ročně).

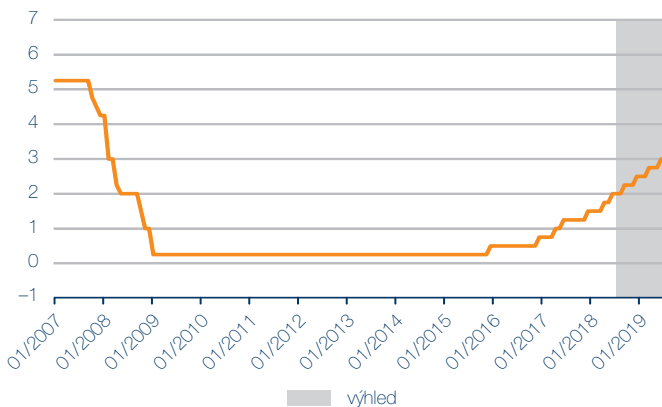
Spotřebitelské ceny v květnu meziročně rostly o 2,8 %. Vzhledem k nízké loňské srovnávací základně a dražším cenám ropy byl tento růst očekávaný, zároveň šlo ale o nejrychlejší tempo za posledních více než 6 let. Jádrová inflace (bez cen energií a potravin) poskočila na 2,2 % meziročně.

Americká centrální banka v červnu podle svého plánu i očekávání investorů zvedla hlavní úrokovou sazbu o čtvrt procentního bodu na pásmo 1,75–2 %, šlo o druhé letošní zvýšení sazeb. Naposledy byla úroková sazba na úrovni 2 % v polovině roku 2008, tedy v době, než naplno uhodila finanční krize. Do konce roku Fed plánuje ještě další dvě zvyšování sazeb, čímž reaguje na příznivý vývoj americké ekonomiky a očekávanou dodatečnou stimulaci pro-

¹⁾ Údaje nad 50 body značí očekávání expanze, údaje pod 50 body naopak očekávání recese.

střednictvím rozpočtové politiky (především jde o dopady Trumpovy daňové reformy). Z prohlášení Fedu také vypadla věta o tom, že měnová politika zůstane ještě nějakou dobu stimulatívní. Sečteno, podtrženo, Fed usiluje o normalizaci sazeb, což je jistě rozumné vzhledem k tomu, že se americká ekonomika nachází v expanzi s nezaměstnaností na minimu a produkcí na maximu.

Základní sazba Fedu
(v %, horní hranice pásma)



Zdroj: Bloomberg.

Evropa

Ukazatele důvěry v Německu další měsíc převážně klesaly. Podobný vývoj zaznamenal i index nákupních manažerů (PMI) ve výrobě eurozóny, avšak ve službách se situace zlepšila. Kompozitní ukazatel se díky tomu mírně zvýšil z 54,1 na 54,8 bodu. Růst ekonomické aktivity brzdí podobné faktory jako v uplynulých měsících (napjatá situace na pracovním trhu, naplnění kapacit v některých zemích, dražší vstupy v důsledku růstu cen komodit). Zdaleka největší vliv má ale na převážně exportně zaměřené evropské firmy nejistota plynoucí z protekcionistické politiky Donalda Trumpa. Některé automobilky (Daimler, BMW) již upozornily na to, že pokud budou tlaky eskalovat, může to negativně dopadnout na jejich zisky.

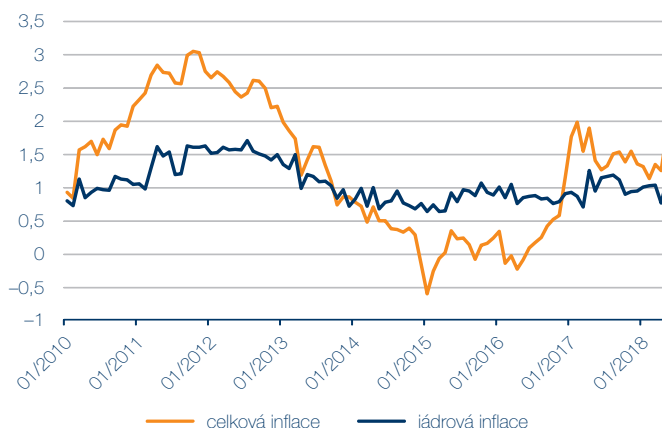
Tvrdá data z ekonomiky vyzněla smíšeně. Maloobchodní tržby v eurozóně stejně jako v předchozím měsíci mírně rostly (+0,1 % m/m), průmyslová produkce ale poklesla (meziměsíčně -0,9 %). Po předchozím silném měsíci, v němž se zvedl počet registrací aut o 9,6 % mezitím, následoval klidnější měsíc s růstem pouze o 0,8 %.

Finální data o HDP eurozóny za první čtvrtletí potvrdila mezitím růst o 2,5 %. Poslední data o míře nezaměstnanosti (za duben, květnové statistiky vyjdou až začátkem července) dosáhla 8,5 % a nadále se tak nachází na minimu od roku 2008. V souladu s očekáváním vyšla květnová inflace (1,9 %, nejrychleji za poslední více než rok). Na vině bylo oslabení eura a především zdražení komodit. U jádrové inflace (nezahrnující kolísavé složky jako energie a potraviny) došlo k růstu o 1,1 % mezitím.

Evropská centrální banka (ECB) na červnovém zasedání rozhodla, že program nákupů dluhopisů v září nebude zcela ukončen, ale pouze zredukován a poběží ještě do konce roku. Navíc stále platí, že nákupy dluhopisů centrální bankou mohou být prodlouženy – vše bude záviset na příchodích číslech z ekonomiky. Co se úroků týče,

ECB se zavázala, že dříve než během příštího léta se sazbami určitě nepohne. Výhled růstu HDP eurozóny na tento rok centrální banka snížila a inflační odhad zvýšila. U inflace upozornila na značný vliv dražších komodit (což je pro ekonomiku eurozóny jako převážného dovozce surovin negativní zprávou pro ekonomický růst).

Vývoj inflace v eurozóně
(Index spotřebitelských cen, mezitím, v %)



Zdroj: Bloomberg.

V Británii rostly v květnu spotřebitelské ceny stejným tempem jako v dubnu (2,4 % ročně). Růst mezd v dubnu zvolnil na 2,5 % mezitím a míra nezaměstnanosti se udržela poblíž minima od roku 1975 na 4,2 %. Bank of England svými komentáři po červnovém měnově-politickém zasedání pomohla libře. Zvýšení sazeb sice zatím nebylo prosazeno, pro tento krok ale tentokrát hlasovalo o jednoho člena rady více. Dá se tak očekávat zvýšení v srpnu. Centrální banka dále oznámila, že dluhopisů nakoupených v rámci programu kvantitativního uvolňování se začne zbavovat ve chvíli, kdy se základní sazba bude pohybovat na 1,5 % (dříve uváděla 2 %). Vzhledem k faktu, že aktuální základní sazba Bank of England se nachází na úrovni 0,5 %, je do takového kroku ještě velmi dlouhá cesta. Pro letošní rok centrální banka počítá s růstem britské ekonomiky o 1,4 %, například Britská obchodní komora je ale skeptičtější a odhaduje růst ještě o desetinu procentního bodu slabší, což by bylo nejpomalejší tempo od finanční krize. Chmurný výhled je způsoben zejména pomalejším růstem spotřeby, firemních investic a zahraničního obchodu. Sentimentu škodí nejistota kolem brexitu, očekávaný růst úrokových sazeb a vyšší ceny ropy.

Ekonomický výhled

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

Zdroj: ČSOB, KBC AM, Bloomberg.





Kamarádi Spotify a streaming dorazili na burzu

Slavná New York Stock Exchange se v den zahájení obchodování s akcemi švédské Spotify proslavila trapasem, když

slavnostně vyvěsila švýcarskou vlajku. Američanům se prý plete Swedish a Swiss. Tím však trapasy skončily. Streaming, podstata existence a filozofie Spotify, totiž zachránil celé hudební odvětví a zažívá období ještě nedávno nepředstavitelného úspěchu.

Příběh společnosti je propojením hudby, technologií i demografických trendů. Dle Mezinárodní federace hudebního průmyslu (IFPI) byl totiž rok 2017 prvním v historii, kdy byly příjmy hudebního odvětví největší měrou generovány přes streaming. Jde o pojem, který v dobách kdysi rekordních příjmů hudebníků ani neexistoval. V roce 1999 se veškerá hudba prodávala fyzicky (pro mladší, takový pravěk před internetem). Tehdy se však začaly odehrávat věci – Například Google se zrodil v garáži v roce 1998. Spotify rozjel švédský mladík Daniel Ek v roce 2006 a o další dva roky později, v říjnu 2008 začal streamovat. Uprostřed rozvířeného prachu z kolapsu Wall Street se vynořil nejen streamovací distribuční model, ale proběhla třeba i první platba bitcoinem. Velké peníze však tehdy měly naprosto jiné starosti.

Burzovní entré po svém

Přeskočíme dvě desetiletí překotného vývoje a ocitáme se na jaře 2018. Klasický vstup firmy na burzu s sebou obvykle obnáší prodej nových akcií. Fakticky dochází k rozředění původní akcionářské struktury a výplatě některých původních investorů. Spotify však nepotřebovala peníze na expanzi, existující akcionáři pouze nabídli své podíly na veřejném parketu. Trh firmu ohodnotil cenovkou 27 miliard dolarů, což odpovídalo zhruba pětinašobku ročních tržeb. Přepočteno na jednoho uživatele jde o 158 dolarů. Průměrný měsíční příjem z klienta dosahuje 4,72 eura (ročně 56 eur = 68 dolarů).

Silný a slibný růst uživatelů

Službu využívá už 75 milionů platících uživatelů (meziročně o 45 % víc), dalších skoro 100 milionů uživatelů firmě přináší menší tržby z reklam. Management pracuje s předpokladem, že se tento kvartál počet účtů dotkne 80 milionů platících jedinců, na konci roku jich chce mít 92–96 milionů z celkového balíku 198 až 208 milionů měsíčních uživatelů. Poměr platících uživatelů roste, zatímco ještě v roce 2015 dosahoval čtvrtiny, nyní už jde o 44 %. Hudba v mobilu a personalizované playlisty budou asi návyková záležitost. Firma za první kvartál dosáhla na příjmy 1,14 mld.

dolarů, meziročně +26 %, ovšem bez měnových vlivů by to bylo kladných 37 % (společnost reportuje v eurech a pohyb euro-dolaru má velký dopad). Je provozně ztrátová (prozatím), ale co je důležité, generovala volnou hotovost 74 mil. dolarů. Za celý rok management vyhlíží tržby poblíž 5 mld. dolarů, hrubou marži 23–25 % a provozní ztrátu 230–330 mil. dolarů. Dá se předpokládat, že růst uživatelské báze bude jedna z hlavních, veřejností sledovaných metrik a provozní ztráta se nějakou dobu bude tolerovat.

Všichni chtějí být jako Netflix

Při uvádění akcií Spotify na trh zaznívala formulka „Netflix“ mnohokrát. Ten naboural klasický televizní koncept a jeho akcie letí do nebes. Propojení je i personální, CFO Spotify je bývalý člen vedení Netflixu Barry McCarthy a jako takový má v CV kolonku, že naučil diváky platit za televizní obsah přes streaming. Netflix vsadil vše na vlastní produkci – tím se postupně zbavuje licenčních poplatků. Má to však své ale, jen letos jej to bude stát 8 mld. dolarů. To je dost i na poměry Netflixu. Logickou překážkou Netflixu je jazyková bariéra, resp. náklady na lokalizaci. V českém prostředí, kde je dabing historicky i kulturně posazen na úroveň umění, bude těžko kdy dominovat sledování kanálů v originálním znění. A tady je zásadní rozdíl mezi Netflixem a Spotify. Spotify sice platí drahé licence za svůj obsah, ale vůbec nenaráží na jazykovou bariéru. Přesně naopak! Rád si pustím Björk („v originále“), ale pro detektivku od Nesba v originálním znění moc nevidím důvody.

Streaming zachránil hudební odvětví

Jde u Spotify pouze o dobrý produkt, nebo se bavíme o dobré investici? Při pohledu do finančních výkazů je hned vidět kámen úrazu. Loni Spotify zaplatil zhruba 80 centů z každého utrženého dolaru jako náklady na hudbu. Šlo především o poplatky za licence. Při současných objemech vykazuje firma provozní ztrátu. Zadržel je v tom, že i s očekávaným růstem uživatelů stále bude třeba platit za autorská práva. Kontrakty s největšími vlastníky licencí nejsou veřejné. Cesta ke zvýšení profitability vede jednoznačně přes výhodnější smlouvy. Jen čas ukáže, zdali se to Danielu Ekoví a spol. povede. Drží však slušné karty. Při dalším růstu uživatelů bude ještě silnějším hráčem. Kdo jiný než lídr trhu a jasná jednička perspektivního odvětví by si mohl na tradiční prostředníky vyslápnout?

35 milionů písniček v kapse

Víme, že nejmladší generace fakticky vnímá svět pomocí displeje mobilu. Kdo tam není, neexistuje – nejhodnotnější firmy současnosti mají svoji ikonu na obrazovce vašeho smartphonu. 70 % uživatelů Spotify patří právě do nejspokrovnější demografické skupiny pod 35 let. Mileniálové ani generace Z sice ještě nemá moc peněz, ale pár dolarů měsíčně vydat mohou. Eventuálně požádají rodiče o rodinný balíček předplatného.

Spotify ujel o parník

Se svými 170 miliony uživateli je jednoznačný lídr dynamicky rostoucího odvětví a má tolik uživatelů jako zbytek celého pelotonu. Apple Music má odstup, registruje necelých 40 milionů platících uživatelů, navíc s více-méně uzavřenou architekturou pro majitele iPhoneů. Google značně zaspal, v květnu se ale rozjela jeho předplatitelská platforma YouTube Music. Předplatné bez reklam stojí oproti Spotify zhruba dvojnásobek. Ze strany Google zatím představuje pro Spotify největší konkurenci streamování videoklipů přes klasický YouTube. Video koncept má však větší datové nároky. Amazon má také audiotečku, se kterou nepotřebuje vydělávat. Trh sice věří, že Amazon rozdrtí všechny konkurenty v kterémkoliv segmentu, ale tak to vůbec nemusí dopadnout.

Akcionáři – hudebníci i Tencent

Ještě když byla společnost Spotify start-upem, nabídla tzv. velké trojce (Sony Music Entertainment, Universal Music Group a Warner Music Group) část vlastních akcií výměnou za autorská práva. Nic jiného tehdy totiž neměla. Nyní hudební domy své podíly odprodávají. Samy však říkají, že věří budoucnosti streamingu, ale jádro jejich businessu je jinde než v roli strategického investora. Velkou neznámou je čínský Tencent, který ve Spotify vlastní 10% podíl. Připomínám, že Tencent se svojí aplikací WeChat doslova dobyl Čínu – jeho appka během sedmi let nabrala neskutečnou miliardu uživatelů. Samotnou Spotify v Číně nelze naladit. Případná spolupráce by měla být oboustranně výhodná – Spotify by ráda do Číny, zatímco Tencent by se hodilo rozkročení mimo Čínu.

Poslouchat či investovat?

Pohled na fundamentální charakteristiky společnosti nabádá k opatrnosti. Tato růstová společnost se nedá koupit na vlastních číslech, ale je třeba ji hodnotit v kontextu budoucího potenciálu. Vidím tři možné body ke zlepšení situace: výhodnější licenční podmínky a úsporu nákladů; možné rozšíření záběru firmy (co když firma úspěšně rozjede například prodej lístků na koncert vašeho oblíbeného umělce) nebo může jít o přímé propojení některých umělců se Spotify. Eliminace drahých prostředníků je trend, který v současnosti vidíme v mnoha odvětvích. Technologický vývoj tomu napomáhá. Investoval bych při výkyvech akcií, anebo v případě, že se začne blýskat na lepší časy v některém z popsanych bodů výše. Facebook byl první rok na burze docela propadák a panovala obava, že firma nezládně uživatelský přesun ze stolních počítačů na mobilní displeje. A dnes spolu s Googlem sbírá dvě třetiny všech online příjmů z reklamy. Věřím, že streaming zdaleka neřekl poslední slovo a Spotify je jeho nedílnou součástí.

Jaroslav Vybíral, analytik,
ČSOB Asset Management