

Amerika maká, Evropané zatím váhají

Akcie amerických firem stojí na zdravých základech, a proto pravděpodobně porostou i v roce 2015. Proti tomu EU má poslední šanci vyrovnat se s problémem své malé konkurenceschopnosti. „Střední Evropa má nízkou produktivitu práce, málo se tady inovuje a tah na branku ve zlepšování prostředí je slabý,“ říká investor Jan Pravda.

JAN KLESLA

LN Jaký vývoj očekáváte na trzích v novém roce?

Především je otázka, zda bude pokračovat spanilá jízda amerických akciových trhů, hlavně technologického NASDAQ. Ocenění nových projektů nabývá zcela astronomických úrovní a pokud bude pokračovat, mohl by přerůst v bublinu. Zatím to ale tak není a nějaký prostor pro růst tam stále je. Stejně tak to platí pro největší společnosti v indexu S&P.

Analyzovali jsme, jestli zvyšování jejich hodnoty není jen fikce způsobená levným zadlužením, ale není to tak. U amerických firem jde opravdu o schopnost stále zvyšovat přidanou hodnotu, tedy vlastně o schopnost zlepšovat způsob, jak podnikají. A to je rozhodně zdravý způsob růstu. Amerika tedy onou jistotou ještě nějakou dobu zůstane.

LN Které firmy v tom vynikají?

Obecně se to dá říct o všech největších amerických firmách. V čele jsou rozhodně třeba Boeing, Johnson & Johnson, GE, Apple, Microsoft nebo Google. I když u toho není zcela zřejmé, co z velkého množství jeho projektů bude. Proti tomu třeba u Applu nebo Facebooku je soustředění na hlavní byznys zcela neuvěřitelné. Platí to ale například i pro velké maloobchodní řetězce.

Skeptický jsem naopak pořád u bank, protože si nemyslím, že do jejich podnikání patří statistice zaměstnanců. Ale i banky se zefektivnily a na nějaký strategický přelom v tom, jak vypadají, si ještě nejspíš chvíli počkáme.

LN Hodně se mluví o Uberu, dal byste do něj peníze?

Ne, do jeho současného ohodnocení bych nešel. Ocenit růst takové firmy se ukazuje jako strašně těžké. Sledujeme třeba řadu firem v sektoru alternativních energií, s podobnou dynamikou růstu, jako je Tesla nebo SolarCity. Z hlediska budoucího vývoje energetiky jsou mimořádně zajímavé, ale zároveň velmi těžko ocenitelné. SolarCity má tržní kapitalizaci přibližně pět miliard dolarů a instalované solární panely na střechách po celých Spojených státech o výkonu zhruba jednoho gigawattu. ČEZ má proti tomu zhruba šestnáctkrát tolik, jeho hodnota je ale jen trojnásobná, něco přes 14 miliard dolarů. To ukazuje, jak jsou takové nadějné rychle rostoucí firmy drahé.

Při ocenění se počítá s tím, že všechno do puntíku vyjde podle plánu až do roku 2050 a nebudou mít žádné manažerské, finanční, nebo právní problémy, což je hodně odvážné. Stejný případ je právě Uber, kde je ocenění pravděpodobně stejně optimistické.

Warren Buffett se naopak vědomě vyhýbá právě oceňování růstu. Pokud analyzujete historii a spoleháte na ni, tak máte mnohem větší šanci, že za pár desetiletí dopadnete trochu jako on. Takovému přístupu se říká „Value strategie“ a dnes je to již téměř oddělená investiční disciplína.

LN Platí v této oblasti rozdělení na tradiční a moderní odvětví?

Obecně ano, ale zjednoduše-

vat to přes sektory není snadné. I v technologickém odvětví máte firmy jako třeba Microsoft, kde růst není velký, ale relativně dobře ocenitelný. To už platí i o Applu.

LN Do Microsoftu byste tedy investoval?

Nechci dávat specifické tipy, ale i když Microsoft není pro investory již dávno sexy, jeho akcie vypadají relativně dobře. Pokud to analyzujete ze strategického hlediska, tak to může vypadat tak, že Google dominuje mobilnímu byznysu společně s Applem a začíná se prosazovat i v PC, Microsoft má ale velmi silnou základnu v korporacích. Nový generální ředitel Satya Nadella vypadá proti předchůdci Stevu Ballmerovi jako poněkud přemýšlivější. A je tak možné, že dokáže pozici Microsoftu zachránit.

LN Jakou má šanci na pozitivní vývoj celá pražská burza?

Šance, že se stane středoevropským motorem růstu a bude financovat nové firmy s globálním úspěchem, je v nejbližších letech mizivá. Varšava je mnohem agresivnější a silnější, i když její nový trh New Connect je také spíše skládka byznysplánů. Pražská burza má ale navíc zahraničního vlastníka, takže jí chybí zdravá dávka nacionalismu, potřebná k tomu, aby se z Česka mohl stát třeba středoevropský Izrael.

Především je tady ale velmi málo firem s opravdu globálním dosahem. A pokud existují, mají soukromého vlastníka, který nepotřebuje cizí kapitál. Když zainvestujete třeba do německého SAP, víte, že sázíte na konkurenci Oracle v globálním souboji o trh firemních databází a systémů řízení podniků. Jsou imunní proti lokálním problémům. S výjimkou pár rakouských firem v našem regionu nic srovnatelného nenajdete.

LN Může mít na burzu naopak negativní vliv propad akcí O₂ kvůli půjčce hlavnímu akcionáři, skupině PPF? Mohly by ji následovat další firmy a důvěra investorů ještě klesnout?

Jistě, to je velmi realistický odhad, takové šance jsou velmi vysoké. Není to jen O₂, ale také třeba OKD, i to je odrazující příběh. Stejně téma ostatně omíláme už dvacet let od dob kuponové privatizace. S výjimkou na zelené louce postavené společnosti Pegas Nonwovens není v Praze snad jediná firma bez šrámů způsobených privatizací nebo naším „podnikatelským prostředím“.

Pokud jde o důvěru, stačí se podívat na výkon trhu – je pryč.

Šance, že se pražská burza stane středoevropským motorem růstu a bude financovat nové, globálně úspěšné firmy, je mizivá

”

LN Mohou se k nám a na evropské trhy přelit současné problémy v Rusku?

To se určitě stát může a bylo by iluzorní myslet si, že ne. Na druhou stranu je už takzvaná korekce na tamějších trzích značná, rubl loni ztratil padesát procent, kapitálový trh také. Spíš se tedy nabízí otázka, jestli to není naopak investiční příležitost. Nevidím ale v Rusku vůli „modernizovat demokracii“, která je podle mě nutnou podmínkou pro dlouhodobou udržitelnost kapitalismu s akciovým trhem. Takže asi ne.

Pro výrazné rozšíření problé-



FOTO PRAVA CAPITAL

mů by ale přímo v Rusku muselo dojít k ještě nějakému většímu konfliktu a bankrotům. I americká centrální banka FED dospěla k závěru, že ruská ekonomika není pro jejich investory a společnosti zásadní a nebezpečná. Pro Evropu a zvláště tu střední je to samozřejmě mnohem blíže a mnohem důležitější. Především jako varování do budoucna co dělat, aby se neopakovala v nějaké podobě ukrajinský scénář.

Vnímám to především jako velký geopolitický problém. Mezi EU a ruským finančním systémem však není taková vazba, jako byla třeba při krachu banky Lehman Brothers.

LN Naplní se černé předpovědi o pádu tamního hypotečního a maloobchodního trhu?

V nějaké podobě asi ano. Ruský stát nevykazuje schopnostmi, jak čelit krizím kapitalismu. Nemají zkušenosti, ani se moc nesnaží a vlastně možná ani nechtějí.

Situace v Rusku úzce souvisí s poklesem cen ropy, kvůli kterému trpí celá jeho ekonomika. Nemyslím, že je přítom náhoda, že Saúdská Arábie zrovna teď odmítla snížit objem těžby, a tím zvýšit cenu. Nicméně bych se nebal poklesu cen jako mnozí bankéři, pokud se bude týkat jen některého zboží, jako je energie. To jsme si přece vždy přáli. Je to tedy dobrá zpráva pro Evropu, která by jako velký dovozce ropy měla těžit ze snížení jednoho ze svých největších nákladů.

LN Odkud mohou přijít další problémy?

Jedna z bouří by mohla přijít z rozvíjejících se zemí. Obecně le-

tos svými výsledky výrazně zaostrávaly za očekáváním a důvodem je opět především pokles ceny komodit, kvůli čemuž těmto zemím klesají příjmy. To je rozhodně případ Ruska, nikoliv Indie a Číny, kde také zaostrávání nebylo tak výrazné.

V Číně je ale problém s poklesem exportu, zpomalováním růstu a snahou nastartovat domácí spotřebu. Střední třída by měla nahradit zákazníky v USA, stále jsou tam však dva strašáci. Banky jsou stále polostátní a financování řadu nesmyslných obřích realitních projektů. A především je tu otázka, jestli se celý režim jako kříženec komunismu a kapitalismu ukáže jako životaschopný. To je moje velká obava.

LN Co dalšího bude ovlivňovat regionální a světové trhy v nadcházejícím roce?

Kromě snižování cen ropy a krize v Rusku jsou to dnes už skoro notorické debaty o takzvaném kvantitativním uvolňování. Tedy snaze centrálních bank tisknout peníze a snižovat sazby, aby donutily lidi podnikat, a nastartovaly tak ekonomiku. Jejich rozvahy se tím nafukují a třeba v případě Japonska dosahuje poměr až padesát procent HDP země. To je řádově dvakrát více než v USA nebo v Evropě.

Japonsko je proto takovou laboratoří, která ukazuje další vývoj západoevropských ekonomik. Je předlužené, má upadající demografii a relativně nízkou poptávku po zboží, takže čelí nebezpečnému poklesu cen v ekonomice, deflaci. Přitom má vysokou produktivitu práce, takže nemůže růst jejím zlepšením. Nemohou se oddlužit jinak než zne-

hodnocováním měny. Takzvaná „Abenomics“ – pojmenovaná podle premiéra Shinzeho Abe – ale přestala bavit japonské penzijní fondy. Začaly prodávat i státní dluhopisy, a aby neztratily na ceně, musela je začít nakupovat centrální banka za nově natištěné peníze.

Kapitalismus může degenerovat k jakémusi bankovnímu socialismu, který namísto politbyra řídí bankéři

”

LN Kam to nakonec povede?

Už dnes je problém, že kapitál ztrácí hodnotu, že se vytrácí vazba mezi investorem a podnikatelem, investici a kvalitou podnikatelského záměru. Peníze se tisknou, tlačí do bank, vrhají se zpátky do ekonomiky prostřednictvím státních dluhopisů. Nejhorší je, že mizí samoregulační schopnost ekonomiky, kdy problémy řeší sám kapitál a trh vytváří nová řešení. To centrální banka samozřejmě neumí.

Zdá se mi, že kapitalismus může degenerovat směrem k jakémusi bankovnímu socialismu, který ale namísto politbyra řídí bankéři. Je to ale otázka dekád nikoliv příštího roku. Příští rok se tisknou peníze a jede se dál. Někdo se obává rychlého růstu cen, jiný

Jan Pravda (52)

Původním vzděláním doktor aplikované geofyziky prošel v druhé polovině devadesátých let vedoucími pozicemi v předních světových investičních bankách Credit Suisse First Boston v New Yorku a Merrill Lynch v Londýně. Absolvoval Univerzitu Karlovu i světové Dartmouth College a Cornellovu univerzitu, kde získal titul MBA v oboru financí. V Praze vedl oddělení korporátních financí v Patria Finance a následně v roce 2003 založil společnost Pravda Capital. V roce 2009 pak fond Sanning Capital.

poklesu, já se bojím spíše té degenerace.

LN Jak se „tíštění peněz“ projeví u nás?

Podstatné je, že Spojené státy to udělaly už před lety velmi agresivně a přestaly s tím loni. Hlavně se ale v Americe maká, a proto se jim daří i na kapitálovém trhu. Evropa naopak udělala jenom takový rozpačitý mezikrok. Především jí chybí potřebné strukturální stáť a zvýšit produktivitu práce a konkurenceschopnost.

Mluvil jsem s jedním ze středoevropských ministrů o tom, co to bude znamenat pro střední Evropu. Závěr byl překvapivě povzbudivý, na rozdíl od Japonska a západoevropských zemí máme do čeho investovat – do zvýšení produktivity práce a do infrastruktury. Víme tedy, co dělat, stačí opravdu jen chtít.

LN Co jsou tedy hlavní problémy střední Evropy?

Právě relativně nízká produktivita práce, málo se tady inovuje a tah na branku ve zlepšování prostředí je slabý. Vymáhání práva a kvalita demokracie stagnují a proti tomu stojí problémy Ukrajiny, Ruska, Recka i celé západní Evropy. Slavný investor Jim Rogers v roce 2010 na konferenci v Praze prohlásil, že střední Evropa nemá světu co nabídnout. Měl pravdu a dnes je to jasné vidět.

U nás nefunguje celý podnikatelský ekosystém, investoři do nových rizikových projektů jsou až na výjimku skeptičtí vůči kvalitě podnikatelských záměrů, a proto tady třeba téměř neexistuje skutečný rizikový kapitál. Nevidím přitom mnoho důvodů ke zlepšení a to říkám s mnohem větší jistotou, než to, jestli máte investovat do Microsoftu nebo Boeingu.

LN A co by se s tím dalo případně dělat?

EU chystá v příštím dotačním období nalít jen do Česka sto miliard korun na podporu inovací, v podstatě právě do zvýšení produktivity práce. S ohledem na historickou zkušenost je největší otázka, jak se tyto peníze budou rozdělovat a zda se to vůbec může rozumně podařit.

Mělo by se investovat především do zvýšení efektivity ve všech oblastech. Od dálnic, železnic až po vzdělávání či IT. Nejen do nových projektů, ale třeba i do systémů monitorování, od vlaků po školy.

Je to tak trochu poslední šance pro střední, ale i celou Evropu. EU vytiskne peníze, rozdělí je dotacemi, a tím znehodnotí euro. To samo o sobě není na škodu. Pokud se bude investovat inteligentně a do budoucnosti, do z kvalitnější pracovní síly, povede to k lepší konkurenceschopnosti.

Pokud si ale nepřipustíme, že je něco zásadně špatné, a investice se budou dělat jako dosud, tak už nebude návratu. Střední Evropa bude dlouhodobě upadat, do doby, než přijde test, který slabé státy nezvládnou. A jako přímý pamětník let 1968 a 1989 můžu říct, že takový test přijde.