

# CONSEQ v médiích

Září 2018



## Uber aneb zastírací manévry

Nevím, čím to je, ale ředitelé permanentně ztrátových firem mají vždy nejdelší horizonty. Pro jednoho je problém zajistit produkci aut v množstvích, která zvládá i Opel, ale to mu nebrání snít o tom, že provrtá americká města tunely a osídlí Mars. Druhý zase sní o gigantickém trhu s mobilitou, který jednou ovládne, přičemž má problém zajistit, aby taxislužba, kterou vede, dokázala to, co spousta jiných - vydělat.

Uber nedávno ústy svého ředitele ohlásil, že se vzdává cíle dosáhnout zisku před uvedením na veřejný trh. To je plánováno na druhou polovinu příštího roku. Firma prý bude raději myslet více „dlouhodobě“. Od společnosti, která zatím nevygenerovala ani cent zisku, to zase tolik nepřekvapí. Ale nápad skočit po hlavě do městského pronájmu kol a mopedů pokládám buď za další selhání strategického plánování, anebo promyšlený zastírací manévr. Stačí se podívat, jak pokusy se sdílenými koly ve světě dopadají. Nejspíš ale půjde o manévr. Uber už dnes generuje 10 až 12 miliard dolarů ročně v příjmech.

To by za normálních okolností znamenalo, že to není žádný malý chudý start-up. K ziskovosti by nemělo být daleko. A jestli vůbec nic jiného, tak to znamená aspoň to, že skoro desetiletá společnost by neměla potřebovat další expanzi jako podmínku nutnou k tomu, aby (jednou možná) byla zisková. Jenže opak je pravdou. Ztráta v roce 2017 dosáhla 4,5 miliardy dolarů.

Letos je to, pravda, o něco lepší. Ale ani meziročně o 11 procent nižší ztráta (891 oproti 1006 milionům dolarů ve druhém čtvrtletí) při růstu hrubých příjmů o 41 procent není zrovna něčím, z čeho by šlo soudit, že ziskovost je na dosah.

Ani se není čemu divit. Dlouhodobá cenová politika firmy je založená, řečeno zahraničně-obchodní terminologií, na dumpingových cenách. Ty vedou k mizivé schopnosti udržet klíčové zaměstnance (tedy řidiče). To nejsou atributy dlouhodobě úspěšné firmy a těžko kdy byly. Vůbec nejdůležitější v debatě o profitabilitě je však to, že Uber není nic víc než klasická taxislužba. S nepodstatným rozdílem, že nejdřív měl aplikaci a až pak řidiče, přičemž u konkurence to bylo opačně (aplikaci má dnes kdekdo). A že klasické taxislužby byly omezovány regulací, se kterou si Uber dlouho nedělal hlavu. Hlavně proto je pro něj tak těžké dosáhnout zisku. Taxikáření je přitom odvětví s homogenním produktem, s nízkou bariérou vstupu pro řidiče, nízkými náklady změny pro zákazníky a minimálními úsporami z rozsahu. Proto je to také odvětví s historicky nevalnou ziskovostí. A kvůli negativním externalitám neregulované nabídky (přecpané ulice, pokles kvality vozového parku v důsledku poklesu zisku na řidiče atd.) spousta jurisdikcí taxikáření reguluje. Všechny tyto věci platí pro prostředí, kde je taxikem drožka, stejně jako pro prostředí, kde je taxikem elektromobil řízený fraje-

rem s iPhoneem v kapse. Uber je samozřejmě super pro cestující, zejména v neznámém prostředí. A trh chce vidět technologickou společnost a nový Google i tam, kde je „jenom“ taxislužba, takže peněz nahánějících výnos je hodně. A cestující si užívají investory dotované levné jízdné. Ovšem všeho do času. Zpátky k elektrickým kolům či skútrům. Myslím, že je to zhruba takto - blíží se IPO, v němž se chce Softbank a spol. zbavit investice a realizovat zisk.

Ziskovost je však v nedohlednu, což není úplně ideální pro mnohamiliardovou valuaci, kterou při IPO stávající investoři potřebují. Proto se šéf Uberu rozmluví o „šestibilionovém trhu s mobilitou“ který prý chce firma rozvrátit, a o „vlastnictví auta“ jako konceptu, který chce zničit. A k tomu potřebuje autonomní auta, elektrické mopedy, rozvoz jídla, „unifikovanou digitální platformu“ pro dopravu... V atmosféře digitální budoucnosti, v níž nikdo nebude mít auto a budou nás rozvážet autonomní vozy servírující teplá burrita, v níž to málo, co neujedeme autem, ujedeme na elektrickém kole, v takové atmosféře se pak snad nikdo nebude vyptávat na koncepty z minulého století. Jako jsou třeba hospodářské výsledky.

**Martin Lobotka,**  
hlavní analytik  
Conseq Investment  
Management

(e15.cz, 28. 9. 2018)

## Pohonné hmoty

### Česko se drží!

**„Česká koruna je zatím nepostižena tureckou horečkou. To českým řidičům v oblasti pohonných hmot pomáhá,“ analyzuje pro Svět motorů Lukáš Vácha, obchodní ředitel společnosti Conseq Investment Management.**

**Čím to, že ropa nezdražuje tak, jak by „politicky“ měla?**

Je to trochu s podivem. Naplno roztočená kola světové ekonomiky, která stimulují poptávku po palivech, i znovu obnovené sankce USA vůči Iránu, jehož příspěvek ke světové ropné produkci může na některých trzích chybět, by ospravedlňovaly překonání osmdesátidolarové hranice. To se ale dlouho nedělo. Na přelomu září ceny severomořské ropy Brent sice opět testovaly svá lokální maxima na dohled osmdesátky za barel z května a června, hranice ale zůstala nepokořena. Až teď.

**Jak tomu v Česku přispívá koruna?**

Zatím je nepostižena tureckou horečkou a drží se vůči americkému dolaru skoro jako přibitá těsně nad dvaadvacetikorunovou metou.

**Co z toho plyne pro české řidiče?**

Že by je v nejbližších týdnech u stojanů velké drama čekat nemělo. Ceny pohonných hmot porostou, ale dál by se měly pohybovat na dohled současným úrovním okolo třiatřiceti korun za litr nafty a jen o málo více za benzin.

(Svět motorů,  
17. 9. 2018)



Desáté výročí globální finanční krize pohledem behaviorální ekonomie.



Patnáctého září si připomeneme desáté výročí vypuknutí globální finanční krize, jež je symbolizováno bankrotem americké investiční banky a jednoho z největších hegemónů Wall Street - Lehman Brothers. Klíčovou příčinou krize bylo poskytování subprime hypoték dlužníkům s nedostatečnými příjmy. Zatímco tento vysoce rizikový segment hypotečního trhu na začátku 90. let ve Spojených státech ještě téměř neexistoval, v roce 2006 na vrcholu nemovitostního trhu představoval již 40 procent celého hypotečního trhu. Behaviorální ekonomie dokáže identifikovat několik tzv. behaviorálních předpokladů (angl. behavioral biases), jež subprime dlužníky do rizikové hry s názvem "vlastní bydlení za jakoukoli cenu" dohnaly.

### Přehnaný optimismus

Zprvė působil předsudek přehnaného optimismu (angl. overoptimism bias), který tvrdí, že většina lidí má sklon nahlížet na životní záležitosti příliš optimisticky a zároveň přehlížet rizika. Odborné studie totiž demonstrují, že s ohledem na téměř každou osobní záležitost, která je pozitivně vnímána, má většina lidí sklon sama sebe považovat za nadprůměr. Z několi-

ka studií například vyplynulo, že přibližně 80 procent řidičů se považuje za nadprůměrné řidiče, přestože logicky 50 procent musí být horší než průměr.

Co se týče subprime hypoték, ty byly většinou nastaveny tak, že po určité počáteční období, například první rok či dva, byly úroky nastaveny na zcela minimální úrovni (angl. teaser rate) tak, aby byli subprime dlužníci při svých podprůměrných příjmech schopni hypotéku splácet. Po počátečním období byly úroky resetovány na tržní úroveň, což znamenalo rapidní zvýšení měsíčních splátek, kvůli čemuž obrovské množství dlužníků přestalo být schopno svou hypotéku splácet. Pokud by se chovali dlužníci racionálně, a nikoliv přehnaně optimisticky, muselo by jim být dopředu jasné, do jaké šlamastiky se s takovou hypotékou dostanou.

Samozřejmě spousta lidí neměla o rizicích dostatečné informace a do subprime hypotéky byla neeticky nalákána nečestnými hypotečními makléři. Jak to ale v životě bývá, neznalost neomlouvá. Při každém významném rozhodnutí bychom se měli s možnými riziky důkladně seznámit, a nikoliv slepě a bezhlavě věřit tomu, že "to nakonec nějak zdárně dopadne".

### Stádní chování

Zadruhé mělo na dlužníky obrovský vliv tzv. stádní chování (angl. herding behavior). Každý z nás tento efekt určitě zná z oblasti marketingu. Řada společností se snaží vytvořit kolem svých produktů a služeb kult, mánii či davové šílenství, aby tím rozšířili své "stádo" zákazníků. Klasickým příkladem je například iPhone od Applu či sociální síť

Facebook. Co se amerického nemovitostního trhu před vypuknutím krize týče, tak s tím, jak lidé viděli, že se známi a sousedé stěhují do vlastního bydlení, chtěli se do této sorty lidí dostat také.

Závist někdy bývá silnou motivací pro nerozvážné činy. Léta před vypuknutím krize byla hospodářsky ve Spojených státech velice bohatá na silný ekonomický růst, tvorbu nových pracovních míst a růst mezd. Lidé v nájmu tak poměrně dlouho museli snášet vědomí toho, že spousta jejich známých a přátel, i díky teaser rate, bydlí pohodlně ve vlastním a se splácením hypotéky nemají větší problémy. Takže si řekli, že takovou příležitost si nemohou nechat ujít a rozhodli se přidat k "temné straně síly". Takto to pokračovalo několik let, subprime dlužníci přibývali a přibývali, až se ceny nemovitostí ve Spojených státech dostaly do stádia bubliny, dále to už prostě nešlo a přišel strmý pád.

### Nedostatečná reakce

Zatřetí dlužníci vykazovali tzv. nedostatečnou reakci (angl. underreaction) k relativně abstraktním, nicméně statisticky významným datům. Klasickým příkladem je kratší průměrná doba dožití u silných kuřáků. Všichni silní kuřáci jsou si těchto statistik do značné míry vědomi, nicméně své kuřácké návyky razantně změnit pozitivním směrem jenom minimum z nich. V případě amerického nemovitostního trhu byla tato abstraktní data představována statistikami cen nemovitostí. Podle známého realitního indexu S&P Case-Shiller vzrostly ceny nemovitostí ve Spojených státech od roku 2000

do roku 2006 o více než 100 procent. Podle naprosté většiny fundamentálních ukazatelů, jako poměr cen nemovitostí k průměrnému příjmu, se ceny nemovitostí jednoznačně dostaly do bublinové úrovně, jakou Spojené státy ještě nikdy ve své historii nezažily. Spoluautor indexu profesor Robert Shiller již od roku 2004 v mainstreamových médiích opakovaně varoval, že se ceny nemovitostí dostaly na neudržitelnou úroveň, přesto se noví dlužníci do subprime hypoték jen hrnuli, ovlivněni svými sousedy a kamarády, alespoň přechodně spokojenými, bydlícími ve vlastním.

Ceny nemovitostí začaly ve Spojených státech klesat již v roce 2006. Pád Lehman Brothers o dva roky později už byl pouze vyvrcholením všech předchozích problémů. Dobrou zprávou pro investory je nyní fakt, že subprime hypotéky se momentálně na americkém hypotečním trhu již prakticky nevyskytují.

**Michal Stupavský,**  
investiční stratég  
Conseq Investment  
Management

*(Lidové noviny,  
11. 9. 2018)*