



Conseq

## Komentář Martina Lobotky: Brexit a šestero poučení dva roky poté



Jsou to dva roky, co Britové v referendu rozhodli o vystoupení své země z EU. Co jsme se za tu dobu dozvěděli?

Zaprvé - odejít z EU v časovém limitu stanoveném článkem 50 je nemožné. Nikdo samozřejmě nečekal, že se čtyřicetileté partnerství dá ukončit lehce. Grónsku trvalo opuštění EU tři roky, přičemž jediné, o čem se diskutovalo, byly ryby. Ale poslední dva roky ukázaly, že to zdaleka není jako rozvod čtyřicetiletého manželství (děti z domu, hypotéka zaplacená). Dodnes není vlastně skoro nic jasné a celková nejistota je obrovská. Nikdo například neví, jak bude vypadat situace na hranici mezi Irskem a Severním Irskem.

Návrh dohody o přechodném období z března 2018 nic neřeší. Jednak není oficiálně schválen a jednak v podstatě jen odkopává plechovku do roku 2020 v naději, že se pak najde nějaké zázračné řešení. Za tuto planou naději a za možnost domluvit si v přechodném období vlastní obchodní dohody, o které s Británií zatím nikdo moc nestojí, platí Británie tím, že bude do roku 2020 aplikovat pravidla EU, ale nebude o nich hlasovat. Z toho plyne druhé pouče-

ní - unie má ve svých postojích jasno: je soudržná, nehodlá ustupovat. Británie dosud nevyjednala skoro nic. Nepodařilo se jí rozložit jednotu EU odlišováním států, jejichž obchod s Británií je přebytečný a deficitní, jak doufal Boris Johnson. Je v podstatě jasné, že finální dohoda, pokud nějaká bude, bude kapitulací Británie a její finální vztah s EU bude závislý na tom, kolik svých původních červených čar Británie nakonec shledá růžovými a překročí je.

Zatřetí - brexit má své ekonomické dopady. Ty sice nejsou tak náhlé, jak se obecně po referendu čekalo, ale reálné jsou. Britská ekonomika roste mnohem pomaleji než před referendem, což neplatí o žádném z jejích největších obchodních partnerů ani o USA. Navíc je jasné, že v případě tvrdého brexitu bez jakékoli dohody, ke kterému zatím jednání směřují, bude hůř. Airbusu, který ve Walesu, nejchudším regionu Británie, vyrábí křídla pro svá letadla, došla minulý týden trpělivost a líknavé vládě vzkázal, že pokud Británie nezajistí hladký obchod se zbytkem EU, „přehodnotí svou přítomnost“.

Začtvrté - brexit ohrožuje územní celistvost země. V případě Británie je zde neřešitelný problém Severního Irsku. EU trvá na tom, že v duchu Velkopáteční dohody na Irském ostrově nemůže vyrůst tvrdá hranice, a tudíž musí Severní Irsko zůstat v EU. To ale zase kvůli územní celistvosti logicky nepřipouští Británie. Není to ale jediný problém. Další referendum o nezávislosti Skotska je jen otázkou

času - vyčkají skotští nacionalisté do března 2019 (datum oficiálního brexitu), nebo až do konce roku 2020 (konec přechodného období)? Těch pět procent, která jim chyběla v roce 2014, můžou lehce najít vzhledem k tomu, že v roce 2016 všech 32 správních skotských oblastí hlasovalo pro setrvání Británie v unii.

Zapáté - migraci není dobré podceňovat. Figurovala mezi hlavními důvody, proč Britové hlasovali pro odchod. Je také jedním z důvodů, proč je dnes v Itálii vláda, jaká je. A proč se hádají noví a starí členové unie. A proč to v Německu zavání předčasnými volbami. A je jedno, že bez migrantů by v Bostonu v Lincolnshiru, kde pro odchod hlasovalo největší procento voličů, ekonomicky o moc lépe nebylo. Mnohem více záleží na dojmech než na realitě a nestojí za to obětovat evropskou soudržnost za bezbřehou svobodu pohybu.

Zašesté - řešit vnitropolitické a vnitrostranické problémy referendem o zahraničněpolitické otázce, navíc o tak komplexním tématu, jakým je členství v EU, je v nejlepším případě nezodpovědné, v nejhorším pitomé. Rozhodnutí o exitu z EU má dopady do tolika oblastí, že není v silách žádného voliče je obsáhnout. A ještě nezodpovědnějším je navrhnout binární referendum o odchodu, který může mít sám o sobě tisíc podob - od „norského“ modelu přes švýcarský, ukrajinský či turecký až po hledání vzoru v Kanadě či WTO.

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

(e15.cz, 4. 7. 2018)

## Srpnové zasedání ČNB: další růst sazeb

Pomalou se blíží další zasedání ČNB a s tím i otázka, zda centrální banka opět zvedne sazby. Stále aktuální prognóza očekávala utažení měnové politiky až koncem roku, koruna a vyšší inflace však zamíchaly kartami.

Měna pod vlivem odtoku peněz z regionu místo očekávaného posílení ke 25 korunám za euro zamířila k 26, což je proinflační riziko.

Květnové dovozní ceny, zveřejněné minulý týden, vzrostly nejrychlejším meziměsíčním tempem od prosince 2013. Stouply o 1,7 procenta. Ačkoliv klíčovou roli hrála ropa, dovozní ceny by vzrostly i bez ní. Spotřební zboží meziměsíčně podražilo o 0,8 procenta. To je nejrychlejší tempo od listopadu 2015. I díky dovozním cenám je pak celková inflace vyšší, než ČNB očekávala. V červnu vzrostla o 2,6 procenta, což bylo o 0,7 procentního bodu nad prognózou banky. Tato odchylka byla primárně důsledkem růstu cen ropy a potravin, samotná jadrová inflace ve druhém čtvrtletí přidala procento. A to ČNB nevidí ráda.

Nakonec, bance vadí rostoucí ceny nemovitostí - v červnu bankám naordinovala nové limity pro hypotéky.

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

(Hospodářské noviny,  
24. 7. 2018)



S realitními fondy se v posledních letech roztrhnul pytel. Stává se z nich populární forma investování. Jak se v nich ale má běžný investor orientovat?

Nemovitostní fondy dnes číhají na investory za každým rohem. Jedná se o jednoduchou formu investování do nemovitostí a v posledních letech také velmi výnosnou formu. Takže se není čemu divit, že jejich nabídka se exponenciálně zvyšuje. Mnohdy tomu napomáhá množství volných peněz v ekonomice, mnohdy zase transparentní právní rámec, daný především zákonem o investičních fondech a investičních společnostech. Ten umožňuje spolehlivě zakládat nemovitostní fondy v různých podobách už i v naší kotlině. Jestliže v roce 2010 byste napočítali jen tři nemovitostní fondy, o pár let později už jich je mnohonásobně více. Tento typ investování do nemovitostí je přitom v zahraničí běžnou praxí. Tamní fondy mají hodnoty majetku počítané v miliardách eur. Největšími matadory v Evropě jsou Švýcaři, fond jejich UBS banky „Léman Residential «Foncipars»“ letos oslaví 75 let od začátku své existence. Obdobně to ale funguje po celém světě, většina „velkých“ nemovitostí je vlastněna fondem.

Proč vlastně lidé investují do nemovitostí skrze fondy? Zkrátka proto, že jsou pro ně nemovitosti nad rámec jejich vlastního bydlení moc velkým systémem. Běžný investor si většinou nemůže dovolit investovat do komerčního centra. Trochu lehčí je to u bytů, naopak u průmyslových a kancelářských prostor je fond často jedinou možností jak z jejich výnosů profitovat. Největší výhodou nemovitostních fondů je tak jejich přístupnost běžným investorům a možnost skrz ně investovat do nemovitostí, které bychom si jinak nikdy nemohli dovolit.

Nemovitostní fondy ale mají mnoho dalších výhod:

Zaprvé, vám odpadne starost o hledání nájemníků. V případě nákupu tisíců metrů čtverečních kanceláří budete nájemníky hledat velmi těžko. Ještě méně by se vám chtělo v této administrativní budově vyměňovat žárovky a opravovat WC. Zadruhé, skrz fond můžete i s menší investicí vhodně diverzifikovat nemovitosti jak odvětvově, tak regionálně. Jeden fond například může vlastnit kanceláře, komerční prostory i průmyslové haly. Navíc po celé republice, nebo třeba celé střední Evropě.

Zatřetí, jde o aktivum, které se vyvíjí odlišně od tradičních dluhopisů a akcií. Tím pádem skrz něj lze lépe diverzifikovat jakékoliv portfolio. Nemovitosti tímto přístupem vnímáme čistě jako investice, nikoliv pocitově jako něco, co potřebujeme pro naše bydlení.

Začtvrté, je investice do fondu podstatně likvidnější než přímý nákup nemovitosti. Dnes je pro prodej sice dobrá doba, ale ani tak se komerčního centra nezbavíte během jednoho měsíce. To fondy mají stanovené obchodní dny, při kterých lze z fondu vystoupit. Může to být spojené s nějakou srážkou, ale ani ta nebývá po uplynutí investičního horizontu obvyklá.

Zapáté, skrze fondy se dostanete do podstatně výnosnější oblasti, než jsou jen byty. Ty svým výnosem průměrně zaostávají za ostatními sektory nemovitostí. Dle studie CBRE se výnos z prémiových komerčních center dostal na 4,5 % p.a., z prémiových kanceláří to bylo 4,75 % p.a. a z průmyslových parků dokonce ještě o procento více. Byť jsou tyto výnosy pro českého investora nebývale nízké, stále bohatě převyšují výnos z pronájmu

bytu ve srovnatelných exkluzivních lokalitách. Z toho důvodu také většina fondů krouží v oblasti průmyslových či komerčních nemovitostí.

Zašesté, fondy si mohou efektivně zvýšit výnosy prostřednictvím finanční páky. Půjčují si za nižší úrok, než jaký je jejich výnos z nájmu. Pokud je to v rozumné míře, efektivně tím maximalizují zisk pro své investory. Fondy navíc využívají výhodnější daňový režim než fyzické osoby.

Pojďme se ale podívat také na odvrácenou stranu měsíce. Obzvláště v prostředí velmi nízkých sazeb mají nemovitosti v portfoliu své místo, nedá se ale říct, že budou snadnou investicí, která se vyhne poklesům. Naopak, dle výše zmíněných výnosů jsme i na nemovitostním trhu velmi vysoko. Rekordně nízké nájmy totiž znamenají také rekordně vysoké nákupní ceny. A to je zcela největší riziko pro všechny nemovitostní fondy a ještě více pro nemovitostní fondy využívající vysoký dluh. Může totiž přijít doba, kdy ceny nemovitostí budou klesat mnohem rychleji, než vám to bude stačit pokrývat příjem z nájmu.

Nemovitostní fondy samozřejmě musejí pravidelně oceňovat nakoupené nemovitosti, a to s frekvencí minimálně jednou za rok, při určitých výjimkách jednou za roky dva. V okamžiku hlubší krize tak nečekejte, že uvidíte fond stále na stejných úrovních. Jakmile se uskuteční nějaká transakce s podobnou nemovitostí, kterou vlastní váš fond, automaticky dojde také k jeho přecenění. Ostatně oceňování podkladových nemovitostí je také největší slabinou těchto investic. Byť mohou být znalci tisíckrát nezávislí, přístupů je mnoho a většinou také záleží na obhospodařovateli, jak moc

bude při oceňování agresivní. V každém případě platí, že nemovitostní fondy nejde porovnávat jen dle jejich výkonnosti. To by bylo příliš snadné. Mimo standardních parametrů, jako jsou poplatky za správu, celková nákladovost, likvidita, historický vývoj, zkušenosti obhospodařovatele, regionální zaměření a typ podkladových nemovitostí, jsou ve hře ještě mnohem důležitější charakteristiky.

Vždy si před investicí do fondu zjistěte jeho zadlužení. To bývá udáváno údajem LTV (Loan to Value), tedy poměrem zadlužení vůči hodnotě nemovitostí. Banky mají často požadavek na "zastropování" tohoto zadlužení například na 70 %. Byť nemovitostní fondy pro kvalifikované investory mohou jít v zadlužení ještě dál, jako investor bych toto riziko nechtěl podstupovat. S vysokým zadlužením totiž nesete nadměrné riziko při případném poklesu cen nemovitostí. U speciálních nemovitostních fondů bývá zadlužení mnohem nižší, a byť mají fondy nižší výnosy, budou se chovat mnohem předvídatelněji v případě krize. Příkladem z této oblasti může být Conseq Realitní, který sice necílí na dvouciferné výnosy, ale díky tomu také poměrně elegantně ustál poslední hypoteční krizi. Jen hrstka fondů v ČR se může pochlubit stejně dlouhou historií.

**Tomáš Káral,**  
Senior Relationship  
Manager  
Conseq Investment  
Management

(invest-portal.cz, 26. 7.  
2018)